

L'Arbitrage en Valeurs en Change et en Métaux précieux

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 18 Mai 1935, à 13 heures 30

PAR

Claude RAPHAEL

JURY { *Président* : M. Roger PICARD, *professeur.*
 { *Suffragants* { MM. PIROU
 BAUDIN } *professeurs.*

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C^e

160, Rue Saint-Jacques, 160

—
1935

L'Arbitrage en Valeurs
en Change
et en Métaux précieux

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

L'Arbitrage en Valeurs en Change et en Métaux précieux

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 18 Mai 1935, à 13 heures 30

PAR

Claude RAPHAEL

JURY { *Président* : M. Roger PICARD, *professeur.*
Suffragants { MM. PIROU } *professeurs.*
BAUDIN }

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C^{ie}

160, Rue Saint-Jacques, 160

1935



I

DÉFINITION DE L'ARBITRAGE

Les opérations d'arbitrage reposent toutes sur le principe suivant : acheter une marchandise, une lettre de change, une valeur de Bourse, une monnaie... sur un marché où le prix actuel offre un bénéfice contre le cours d'une autre place, sur laquelle on se propose de défaire la transaction.

Les opérations et calculs nécessaires pour faire la comparaison entre les prix respectifs s'appellent calculs d'arbitrage ou simplement Arbitrages.

Nous laisserons de côté la question des marchandises qui mériterait une étude spéciale ; nous nous bornerons à l'étude des arbitrages en Banque et nous distinguerons :

- 1) Les arbitrages des actions et Fonds Publics ;
- 2) » » des Lettres de change ;
- 3) » » des Matières d'or et d'argent ;
- 4) » » des taux d'intérêt.

BUT ET EFFET DE L'ARBITRAGE.

Chaque pays a un marché de valeurs, marché où ces valeurs sont cotées en monnaie du pays : à la Bourse de Paris,

les cours sont cotés en francs, au Stock Exchange de Londres, en livres sterling. Chacun de ces pays a donc un marché autonome et le cours de la même valeur, cotée sur ces deux places, pourrait être sensiblement différent à Londres et à Paris. Chaque marché est, en effet, soumis à la loi de l'offre et de la demande. Or, il se peut que, par suite de la position de place ou de nouvelles répandues un titre soit plus offert ou plus demandé à Paris qu'à Londres, ou vice versa. C'est alors qu'intervient le rôle de l'arbitrage : il consiste à comparer, à arbitrer le cours d'une même valeur sur les places, et, par conséquent, à niveler ces cours en vendant le titre sur le marché où il est le plus cher et en l'achetant sur la place où il est le meilleur marché. Son rôle est donc éminemment utile : il évite les excès sur une place, en hausse comme en baisse, et il crée ainsi, par une solidarité entre les places, une sorte de *Marché international des valeurs*.

L'arbitrage produit donc entre les marchés un système de vases communicants pour les prix des valeurs.

L'arbitrage n'est, de plus, en aucun cas une spéculation ; c'est une opération *simultanée* d'achat sur une place, et de vente sur une autre ; l'élément temps faisant défaut, il ne peut s'agir de spéculation.

Les opérations d'arbitrage d'une place devant être défectives simultanément sur l'autre place, il est utile que l'arbitragiste tienne compte *des heures d'ouverture et de fermeture de bourse dans les différents pays*.

Ainsi la bourse de New-York se tient entre 10 heures et 15 heures, ce qui correspond à Paris de 15 heures à 20 heures. C'est pourquoi le Syndicat des Agents de Change a établi depuis plusieurs mois à Paris une bourse supplémentaire entre 14 h. 45 et 15 h. 30. Cette bourse est destinée à faire des affaires après connaissance des cours de New-York.

Les arbitrages se font par les *moyens de transmission* les plus rapides, car chaque arbitragiste a avantage à être renseigné et à opérer avant son concurrent : c'est le premier arrivé qui opère aux conditions les plus avantageuses, puisqu'il peut défaire son opération avant le nivellement des cours par les autres arbitragistes.

Avant l'invention du télégraphe et du téléphone, les arbitrages se faisaient par *courrier*. Dès l'invention du télégraphe, des arbitrages sur les rentes françaises se faisaient entre Paris et Bordeaux.

Donc, le maximum de rapidité est recherché dans la connaissance des cours et leur nivellement en est d'autant plus rapide : lettre, puis télégraphe et téléphone, enfin la T. S. F.

Je relève dans le très intéressant rapport présenté par M. Jacob, syndic de la Corporation des Agents de Change près de la Bourse de Paris, au Congrès de Liège, en vue de l'intensification des relations boursières entre Bruxelles et Paris, les phrases suivantes concernant l'arbitrage : « Les opérations faites par les arbitragistes sur un écart de cours avec l'étranger influencent au premier chef les tendances d'une Bourse. Et cela s'explique : aucun facteur n'est plus

sûrement générateur d'un mouvement de hausse ou de baisse que la diminution ou l'augmentation du stock des valeurs négociables. Quand des achats ou des ventes se produisent sur une place, ils influencent matériellement le marché de la valeur intéressée mais ne font pas varier le stock. Une opération étrangère, même de moins d'importance, a une influence morale bien plus grande, elle a un effet certain de développement, de multiplication : elle élargit considérablement un marché ».

Et M. Jacob ajoute, afin de bien convaincre de l'utilité des relations très étroites entre les marchés, relations que crée l'arbitrage :

« Ces considérations ont été un peu perdues de vue depuis plusieurs années, parce que chaque marché a puisé, soit dans l'inflation, soit dans la pléthore d'or, soit, d'une manière générale, dans les désordres ou les variations monétaires, des éléments d'effervescence qui rendaient vaines toutes influences étrangères. Un corps saisi d'une violente fièvre n'est plus à même de constater la température ambiante. Quand tout sera rentré dans l'ordre, les constatations d'autrefois reprendront toute leur force et ce sera un truisme. C'en est déjà un de dire que la liaison des différents marchés, la fréquence et la facilité de leurs relations, féconderont leur activité ».

Et d'ajouter : « Ce qu'il faudrait éviter, ce sont des dissemblances dans le nombre de titres traités d'une même valeur ; pas de tranche spéciale à un marché... en un mot,

plus les marchés auront de points communs, plus ils donneront de facilités et, conséquemment, d'ampleur à l'arbitrage ».

Un exemple précis de l'utilité de l'arbitrage mérite d'être cité. Il est exposé dans le rapport magistral de Monsieur Léon Say au nom de la Commission du budget de 1875 (5 août 1874) au sujet « de la grande opération de change au moyen de laquelle l'indemnité de guerre a été transportée de France en Allemagne ». L'indemnité à payer pour la France était de 5 milliards 300 millions de francs payables en thalers à raison de 3 fr. 75 ou en florins d'Allemagne à raison de 2 fr. 15. Cette contribution qui devait être payée par la France avant le 2 mars 1874 a pu l'être par anticipation avant le 5 septembre 1873. Il est résulté de cette avance dans le paiement que notre territoire a pu être libéré plus tôt. Monsieur Léon Say étudie comment la France a pu, sans provoquer la dépréciation du franc, effectuer ces colossales remises à l'Allemagne. Ces moyens de paiement sont de trois catégories : 1° compensations pour 325 millions ; 2° des billets de banque, monnaies allemandes, de l'or et de l'argent pour 742 millions ; 3° des lettres de change pour 4.248 millions. Tous ces moyens de paiement ont été employés par l'intermédiaire des banquiers arbitragistes qui, grâce à leurs relations avec les pays étrangers ont pu y acheter des florins allemands, des thalers, des métaux précieux, des traites sur l'Allemagne, et même des titres qui ayant un marché en Allemagne ont pu être ven-

dus et procurer ainsi des avoirs à la France. En ce qui concerne le mécanisme des nombreuses opérations destinées à faire passer les cinq milliards en Allemagne, contentons-nous de citer un passage du rapport Léon Say qui démontre que si ce transfert colossal a pu être effectué sans provoquer de catastrophe monétaire, c'est grâce à l'existence des arbitragistes :

« Le Trésor français a rassemblé un portefeuille de valeurs qui a été remis à l'Allemagne avant l'encaissement par la livraison même des effets, ou après l'encaissement par la livraison des fonds que l'encaissement avait produits. Ce portefeuille, nous savons qu'il a renfermé plus de 120.000 effets, pour une valeur de 4 milliards 248 millions de francs.

« La question qu'il faut essayer de résoudre est celle de savoir *comment les banquiers ou les intermédiaires dont s'est servi le Trésor ont pu acheter ou créer, pour les vendre au Gouvernement français, tant de valeurs* et pour une aussi forte somme, *sur l'Angleterre, la Hollande, la Belgique et l'Allemagne.*

« Les effets sur l'Etranger qui se trouvent dans un pays ont pour objet la liquidation d'autant de dettes. Ce sont comme les factures de ce que l'étranger est venu acheter, ou comme la reconnaissance de dettes échues qu'il est venu y contracter. Il peut bien s'y mêler des crédits qui sont des paiements faits à l'avance ; mais ces paiements d'avance ou ces crédits sont couverts dans un délai plus

ou moins long, par des livraisons de marchandises ou de valeurs. Le change étranger représente surtout le paiement de valeurs livrées ou à livrer à l'étranger. Si ce n'est pas tout, c'est du moins le principal, car on serait incomplet si l'on n'ajoutait pas que le change étranger peut représenter également la rente des capitaux placés à l'étranger.

« Trouver du change, c'est donc recueillir du papier créé par suite d'opérations internationales ; en créer, c'est donc inventer et poursuivre une opération internationale.

« Quelles sont les opérations internationales qui, ont été faites en France de 1871 à 1873 ?

« Que signifient les lettres de change trouvées dans notre pays par les agents du Trésor de 1871 à 1873 ?

Si on le savait, on aurait la clef de ce qui s'est passé pendant ces trois années sur le marché français ; on comprendrait la possibilité de la transmission sans crise d'un capital de 5 milliards de France en Allemagne, on aurait l'explication d'un fait qui n'est devenu en quelque sorte probable que par sa réalisation, et dont on peut dire que la théorie nous échappe en partie ».

BIBLIOGRAPHIE.

Il n'existe qu'un ouvrage très-complet sur l'arbitrage : il s'intitule « Arbitrage et parités » et son auteur est Otto-mar Haupt. La septième édition date de 1887 et a été traduite dans toutes les langues. L'auteur y a coordonné avec une

méthode parfaite, les opérations de Banque, les usages commerciaux, la théorie des changes et des monnaies et la statistique monétaire de tous les pays du globe.

Il s'est inspiré de Mint Reports de MM. Burchard et Kimball, directeurs de la monnaie de Washington, de M. Fremantle, master of the Mint à Londres et de nombreux documents officiels (procès-verbaux des conférences monétaires de Paris en 1878 et 1881, les relevés des chiffres des importations et des exportations des métaux précieux, l'encasse métallique des grandes institutions de crédit...).

Cet ouvrage a fait autorité depuis qu'il a paru. Il fut le livre de chevet de tous les banquiers français et étrangers, et a été adopté par les grandes écoles commerciales de tous les pays.

Il est vrai que, depuis, le Directeur de l'Administration des monnaies et médailles, M. Arnauné a consacré dans « la monnaie, le crédit et le change », un certain nombre de pages à l'arbitrage des changes.

Monsieur Lepelletier, chef du portefeuille au Crédit Lyonnais a traité le sujet des opérations de change (pages : arbitrage 337 à 350).

Mais, sans nier les réels avantages des ouvrages de MM. Arnauné et Lepelletier, on peut dire que, seul, le gros ouvrage de M. Haupt est suffisamment pratique et complet pour être consulté avec fruit par un technicien.

Mais aujourd'hui, on doit remarquer que les perturbations monétaires, les changements d'usages de place, les

frais de timbre... ont été tellement bouleversés, tout est devenu tellement instable et mouvant, que l'arbitragiste ne peut être formé que par un stage prolongé dans une maison de banque spécialisée dans ce genre d'opération.

Les maisons spécialisées sont, la plupart du temps, des maisons privées ; seul, le Crédit Lyonnais possède un service d'arbitrage qui fonctionne très bien. Les autres établissements de crédit, n'ayant jamais pu s'organiser pour l'arbitrage, ont dû y renoncer.

Le nombre des banques arbitragistes varie de 25 à 50, suivant l'activité des affaires. On peut s'en rendre compte par les noms inscrits sur la liste journalière pour passer au téléphone avec Londres, principale place d'échanges des valeurs avec Paris.

Les arbitragistes de Paris passent également au téléphone avec Bruxelles d'une façon régulière.

Une thèse récente et très remarquable, due à M. Jacques Lockhart et préfacée par M. le Doyen Allix : « Le marché des changes de Paris », traite d'une façon très complète et fort intéressante de l'arbitrage, mais seulement en ce qui concerne le change. Sur ce point je me suis souvent référé à cet ouvrage fort complet et fort documenté.

HISTORIQUE.

L'avantage que l'on peut tirer de la différence des cours entre deux places a été vite compris, ainsi que l'utilité de

connaître la parité d'une même valeur sur deux places à peu près simultanément : un exemple frappant et qui date des environs de 1830, je l'ai retrouvé dans le fameux procès des frères Blanc qui, le 11 mars 1837, mit la ville de Bordeaux en grande effervescence, car le bruit courait que ces 2 frères avaient gagné une fortune par des voies toute nouvelles et particulièrement ingénieuses. Or, il ne s'agissait que d'un arbitrage sur les rentes, mais qui était malheureusement doublé de corruption de fonctionnaire.

L'histoire du procès de ces 2 aventuriers, contée dans un ouvrage du comte Corti « Le magicien de Monaco », et qui prouve tout le bénéfice qu'un esprit ingénieux a tout de suite vu qu'il pouvait tirer de l'arbitrage est celle-ci :

Ayant amassé quelque argent, ces 2 frères voulurent utiliser les renseignements qu'ils possédaient sur les hausses et les baisses de la rente française.

A cette époque, c'est en 1834, le télégraphe aérien était utilisé uniquement pour la transmission des dépêches officielles : c'était le système Chappe : de distance en distance, des postes étaient installés qui recevaient des signaux optiques et les transmettaient au poste suivant. La ligne de Bordeaux à Paris avait été mise en exploitation en 1823. Les frères Blanc apprirent par un employé de la ligne tout l'avantage que procurait, par la rapidité des transmissions, ce nouveau procédé.

Son utilisation étant réservée exclusivement à l'Etat, les frères Blanc pensèrent à créer, à leur compte, une ligne

semblable. Puis y renonçant, ils voulurent à tout prix trouver une manière plus rapide de connaître les premiers cours cotés à la Bourse de Paris, que leurs confrères en spéculation à la Bourse de Bordeaux. Or leurs concurrents employaient des pigeons voyageurs, des courriers spéciaux et aussi des signes de moulin à moulin. Ils employaient aussi un autre moyen : si on ouvrait une fenêtre d'une certaine maison des environs de Paris, la rente était en hausse ; si on la fermait, elle était en baisse ; et on transmettait la nouvelle de moulin à moulin. Mais les chances d'erreur étaient grandes : si on fermait ou ouvrait la fenêtre en l'absence du guetteur, voilà une fausse nouvelle répandue dans les 4 coins de la France.

Voulant jouer à coup sûr et pas trop embarrassés de scrupules, les frères Blanc virent le très grand avantage sur leurs concurrents qu'ils retireraient de l'utilisation du télégraphe aérien. Ils soudoyèrent un fonctionnaire indélicat du télégraphe Chappe, lequel glissait dans le texte des dépêches officielles, certaines lettres de l'alphabet qui, selon un code convenu, indiqueraient clairement le sens des variations de la rente : la lettre « H » suivie d'un signe rectificatif signifiait la hausse de la rente.

Mais, un jour, le fonctionnaire de Tours, chargé de la vérification des télégrammes envoyés supprima le signe ajouté par le fonctionnaire à la solde des Blanc, et qui lui semblait une coquille.

Les 2 aventureux spéculateurs qui n'étaient pas à court d'idées, voulurent alors intéresser le fonctionnaire tourangeau. Ils lui firent alors envoyer par la poste exprès : Si la rente 3 % accusait une hausse de 25 c., le paquet envoyé contenait des gants ; mais si la rente avait baissé dans les mêmes proportions, le paquet contenait des bas ou des cravates. Et alors, le fonctionnaire de Tours, chargé de la vérification insérait lui-même dans le texte du télégramme officiel une lettre d'un code qui renseignait les Blanc sur les variations de la rente à Paris.

Et cela fonctionna parfaitement 2 ans : 121 paquets furent expédiés de Paris !

Mais, sur son lit de mort, un des fonctionnaires à la solde des frères Blanc, pris de remords, dénonça le fonctionnaire de Tours, ainsi que celui de Paris. Les 2 banquiers furent aussitôt inculpés pour corruption de fonctionnaires.

Et, à l'audience, le Président de la Cour, se tournant vers les frères Blanc qu'il considérait comme les principaux coupables, leur dit : « N'avez-vous jamais pensé aux spéculateurs confiants que vous pouviez dépouiller à votre aise, grâce aux informations que vous saviez vous procurer par vos ruses et vos impostures ? »

« Non, Monsieur le Président, personne n'est dépouillé, nous combattons nos adversaires à armes égales, tous les grands spéculateurs en font autant, d'une manière ou d'une autre. N'y a-t-il pas entre Paris et Londres un poste aux pigeons qui permet de transmettre une nouvelle en 4 heures ? »

Et entre Paris et Bruxelles et entre Amsterdam et Francfort ? Tout spéculateur a son service de renseignements. Il est plus ou moins prompt, plus ou moins sûr. On emploie tout : courriers, pigeons, télégraphes. Et, comme exemple, il existe un magnat de la finance qui possède dans le monde entier des courriers extraordinaires, des pigeons et des télégraphes... et il est généralement estimé, reçu à la cour, salué partout ».

Mais tout dépend de la façon dont on se procure ces renseignements ! Et qu'on n'aille pas se faire une idée de la moralité des arbitragistes d'après le récit de cette affaire !

Sur quoi se leva le défenseur des frères Blanc, M. Chaix d'Est Ange :

« Messieurs, en 1834, un de mes clients conçut la pensée de ce qui s'est fait. Cette idée je ne l'aurais pas eue et vous non plus, parce que de simples gens qui ne fréquentent pas la Bourse n'en peuvent concevoir de pareille... « C'est un moyen d'égaliser les chances et de compenser les risques... »

Puis il réclame l'acquittement de son client : les frères Blanc furent condamnés pour corruption de fonctionnaire.

Si j'ai rapporté cette anecdote un peu longue, c'est pour montrer clairement que de cet exemple on peut dégager nettement deux points :

1. Du bénéfice important que l'on peut retirer de cet écart de cours entre 2 places, idée qui a jailli tout de suite dans l'idée de ces peu scrupuleux spéculateurs.

2. De l'immense avantage que l'on retire de la rapidité des transmissions : C'est une course de vitesse avec ses concurrents.

II

ARBITRAGE EN VALEURS

Pour ce qui est du fonctionnement pratique de l'arbitrage, l'arbitragiste prépare avant la Bourse un tableau mentionnant les cours de la veille des valeurs qu'il a l'habitude de traiter (cours exprimé à Londres en Livres Sterling) qu'il traduit en Francs (en multipliant le cours de la valeur par celui de la Livre) : il en déduit les frais de courtage, d'assurances, de transfert et d'impôt et voit ainsi un cours net auquel revient le titre à Londres. (*Exemple* : Tableau fait chaque matin pour l'arbitrage, le 25 mai 1934).

Une fois en Bourse, il a, au téléphone le cours exact des valeurs à Londres, (cours donné par son correspondant pour l'arbitrage).

Il compare aussitôt ces cours à ceux qui lui présentent, derrière la vitre du box du téléphone, les commis d'agents de change et de coulissiers, et, si la marge lui paraît suffisante, il arrête l'affaire qui peut être : soit un achat à Londres et une vente à Paris, soit un achat à Paris et une vente à Londres.

TABLEAU POUR L'ARBITRAGE DU 25 MAI 1934

		Frais pour		
	£ ¹	77 f.	V. à L. ²	A. à L. ³
Egypte 4 %	107	1647.80	— 4.15	+ 6.15
Turc 7 ½ %	4 1/2	346.50	— 17.25	+ 14.15
Can. Pac.	15 1/2	238.70	— 1.30	+ 13.35
Cent'IMg	21	1617. »	b ⁴ — 4.05 r ⁵ — 4.50	+ 21.15 + 48.05
Geduld	8	616. »	— 1.45	b + 4.05 r + 8.30
Rio	18 5/8	1434.12	— 3.60	+ 5.35
Royal	20 1/2	1578.50	— 4.30	+ 32.15
Shell	2 1/2	192.50	b — 1.15 r — 1.50	+ 3.40 + 7.80
Areas	3 5/32	243.03	— 1.30	b + 1.85 r + 3.70
Bque Egypte	35	2695. »	— 23.90	+ 31.80
Brakpan	6 5/8	510.12	— 205. »	b + 4.35 r + 8.25
Chartered 24/10 1/2		95.77	b — 0.65 r — 0.90	+ 2.70 + 5.95

¹ £ = Livre sterling.

² V. à L. = Vente à Londres.

³ A. à L. = Achat à Londres.

⁴ b = bearer = au porteur.

⁵ = registered = nominatif.

			Frais pour	
	£ ¹	77 f.	V. à L. ²	A. à L. ³
Crown	12 1/2	943.25	—280. »	b + 4.35 r + 9.50
De Beers def.	5	385. »	— 2.10	+ 7.60
De Beers pref.	8 1/8	625.62	— 2.75	+ 8.55
East Rand	4 7/9	183.87	— 1.20	b + 2.05 r + 3.95
Gal Mg	3 3/8	259.87	— 1.40	b + 3.45 r + 5.90
East Geduld	8 3/4	673.75	—245. »	b + 5.15 r + 9.40
Gold	3 7/8	298.37	b — 1.35 r — 1.60	+ 3.55 + 7.75
Jagers	1 1/8	86.62	— 2.65	+ 2.80
Johannes	67/3	258.91	— 1.30	b + 3.20 r + 5.75
Langlaagte	3 3/6	128.97	— 0.95	b + 2.75 r + 4.55
Mex. Eagle	9/3	35.61	— 0.39	+ 0.42
Can Eagle	6/10 1/2	26.47	— 0.38	+ 0.40
Modder B	2 3/6	90.47	— 1.25	b + 1.05 r + 2.25
Randfontein	45/1 1/2	173.73	— 1.25	b + 3.25 r + 6.05
Rand Mines	6 7/8	529.37	— 2.30	b + 2.45 r + 5.80

			Frais pour	
	£ ¹	77 f.	V. à L. ²	A. à L. ³
Roan	2 9/6	113.57	b — 0.65	+ 1.30
			r — 0.90	+ 3.35
Simmer	12/4 1/2	47.64	— 0.65	b + 0.85
				r + 1.65
Springs	6 7/16	495.69	— 2.30	b + 4.30
				r + 8.10
Sub	11 1/16	851.81	— 2.75	b + 4.55
				r + 9.35
Tanga	18	69.30	b — 0.70	+ 2.80
			r — 1.05	+ 6.35
Tharsis	3 1/2	269.50	b — 1.35	+ 5.65
			r	
Tobacco	6	462. »	b — 1.75	+ 4.30
			r	
Transvaal	2 1/2	192.50	— 1.35	b + 2.05
				r + 3.95
Union	6 9/16	505.31	— 1.90	b + 3.85
				r + 7.30
West	3 3/	127.05	— 0.85	b + 1.70
				r + 3.20

A. — *Opérations entre Londres et Paris* (26 sept. 1934)

1. *Fonds d'Etat* : Egypte unifié.
2. *Mine d'or Sud-Africaine* : Rand Mines.

B. — *Opérations entre New-York et Paris*

Ex. : Canadian Pacific.

C. — *Opérations entre l'Egypte et Paris*

Ex. : Crédit Foncier Egyptien.



A. — PARIS-LONDRES

Etant donné les principes d'arbitrage exposés plus haut, voici maintenant quelques indications et exemples pratiques, en ce qui concerne tout d'abord les opérations entre la France et la Grande Bretagne (nous limiterons nos exemples à des valeurs type cotées dans ces 2 pays, afin d'éviter de trop longs détails techniques).

Il faut tenir compte, dans les opérations d'arbitrage, des usages de place :

1° Les titres à traiter *ne se négocient pas toujours sous la même forme*, de telle sorte que leur transfert du porteur au nominatif ou inversement, implique des *frais*. C'est ainsi que la presque totalité des titres négociés à Paris le sont sous la forme « *au porteur* ». A Londres, par contre,

de nombreuses actions se négocient couramment « *au nominatif* » et, suivant l'usage de cette place, l'acheteur devra effectuer le *transfert* à son nom et à ses frais et ensuite, pour livrer à Paris, demander *la mise au porteur* (également à ses frais).

Par contre, les fonds d'Etat, à Londres, de même que les obligations, se traitent au porteur.

2° Pour être négociés en France, *les titres étrangers* doivent être « *timbrés français* ». Le coût de ce timbrage est de 2 1/2 % du nominal de ces titres (transformé en francs au cours du jour et en arrondissant par 20 francs le dit nominal).

Les titres fortement dépréciés sont toujours timbrés sur leur valeur effective, au lieu de leur valeur nominale.

Droit de Transfert à Londres

New scale of stamps required on registered stocks

<i>Consideration money</i>		<i>Amount of stamp</i>	
£		£	
5		0	1/
10		0	2/
15		0	3/
20		0	4/
25		0	5/
50		0	10/
75		0	15/
100		1	
125		1	5/
150		1	10/
175		1	15/
200		2	
225		2	5/
250		2	10/
275		2	15/
300		3	
350		3	10/
400		4	
450		4	10/
500		5	

and so in multiples of £ 50

Quant aux *titres français* (et également quelques rares titres étrangers, appelés « *abonnés* »), ils ne sont soumis à aucune formalité, les sociétés elles-mêmes se chargeant d'acquitter les impôts de circulation.

3° De même, *pour être négociés en Grande Bretagne*, les titres étrangers à ce pays, doivent être munis du *Timbre anglais*. Ce timbre coûte 2 % du nominal (ou de son prix de remboursement, s'il doit être remboursé avec une prime) du warrant présenté, en arrondissant et par multiples de £ : 10. Il est toutefois réduit à 1/4 % pour les fonds coloniaux et à 1/4 % aussi pour les valeurs à court terme.

Les titres sans valeur nominale sont exempts de tout droit de timbre.

Quant aux titres au porteur des sociétés anglaises, ils sont soumis, dès leur création, à la formalité du timbre (3 % du nominal, en arrondissant par £ : 5).

Ce n'est pas du tout le cas des titres nominatifs des mêmes sociétés qui circulent sans timbre. Mais alors l'acheteur paie un droit de transfert de 1 % de la valeur de la négociation.

4° On traite à Paris, soit *au comptant* (dans la pratique, les délais de livraison d'affaires au comptant s'étendent sur une quinzaine de jours) ; soit *à terme* (liquidation de quinzaine au Parquet, mensuelle en coulisse). Mais, à Londres, l'usage est de traiter la presque totalité des affaires « en liquidation » de quinzaine (ne coïncidant pas avec celle de Paris),

L'arbitragiste doit ainsi tenir compte de la *différence d'intérêt* qui résulte du règlement de ses affaires à des dates différentes sur les 2 places où il traite.

5° A Paris et à Londres, les *affaires de Bourse* sont soumises à un *impôt sur le montant de l'affaire*. Il est ici de 1 % (1) et, à Londres, varie légèrement suivant l'importance de l'affaire, mais peut être évalué à 1/20 % : c'est le « *Contract stamp* ».

Duty on contract notes :

£ :	5	à	£ :	100	6 d
£ :	100	à	£ :	500	1/
£ :	500	à	£ :	1000	2/
£ :	1000	à	£ :	1500	3/
£ :	1500	à	£ :	2500	4/
£ :	2500	à	£ :	5000	6/
£ :	5000	à	£ :	7500	8/
£ :	7500	à	£ :	10000	10/
£ :	10000	à	£ :	12500	12/
£ :	12500	à	£ :	15000	14/
£ :	17500	à	£ :	20000	18/
£ :	20000	à	£ :		£ : 1

6° En dehors des divers frais indiqués ci-dessus, il y a lieu de tenir compte des *courtages* payés aux intermédiaires qualifiés.

(1) Sauf sur les Rentes Françaises qui bénéficient du taux de faveur de 1 1/4 centime %

Il est d'usage de consentir aux banquiers des remises de courtage sur les tarifs officiels, de telle sorte qu'ils ne paient effectivement que 50 à 75 % suivant que les affaires sont faites à Londres ou à Paris (Parquet ou coulisse) :

Ci-après tarifs des courtages perçus :

- 1° à Paris par les Agents de changes et Coulissiers,
- 2° à Londres.

Bourse de Paris

Compagnie des Agents de Change

TARIF DU DROIT DE COURTAGE

Etabli par la Chambre Syndicale
en exécution de l'Article 38 du Décret du 7 Octobre 1890 et de
l'article 1^{er} du Décret du 30 Mars 1934

NEGOCIATIONS effectuées en vertu de pièces contentieuses ou d'actes notariés, à l'exception des procurations générales: 0.40 % du montant de la négociation, avec un minimum de courtage de 2 fr. 50.

OPERATIONS AU COMPTANT

Rentes françaises	}	0.15 % du montant avec un minimum de la négociation de courtage de 0.75.
-------------------------	---	---

Emprunts des Colonies et des Pays de Protectorat, Emprunts des Départements et des Communes, Emprunts gagés par des annuités de l'Etat, Bons et Obligations des chemins de fer de l'Etat, Bons et Obligations des grandes C ^{ie} de Chemins de fer français et de la Grande-Ceinture, Obligations des Postes, Télégraphes, Téléphones, Obligations du Crédit Foncier, Obligations et Bons du Crédit National.	}	0.20 % du montant de la négociation avec un minimum de courtage de 1 fr. 50.
--	---	--

Autres valeurs:

Actions et Obligations, lorsque le cours est inférieur à 50 francs.	}	0,15 par action ou obligation	}	Avec un minimum de courtage de 2 fr. 50
Actions et Obligations lorsque le cours est compris entre 50 et 100 francs		0,30 par action ou obligation		
Actions et Obligations dont le cours est supérieur à 100 fr., Fonds d'Etats Etrangers et toutes valeurs non dénommées ci-dessus		0,30 % du montant de la négociation		

Droits de souscription représenté par un coupon :

Lorsque le cours est	{	Inférieur à 25 francs.....	0.50 par droit	{	Avec un minimum de courtage de 2 fr. 50
		Compris entre 25 et 100 fr..	1. » » »		
		Supérieur à 100 fr. et jus- qu'à 300 fr. inclus.....	2. » » »		
		Supérieur à 300 fr. et jus- qu'à 700 fr. inclus.....	3. » » »		
		Supérieur à 700 fr. et jus- qu'à 1000 fr. inclus.....	4. » » »		
		Supérieur à 1000 fr.....	0.40 % du montant de la négociation.		

Bourse de Paris

Compagnie des Agents de Change

TARIF DU DROIT DE COURTAGE

Etabli par la Chambre Syndicale
en exécution de l'Article 38 du Décret du 7 Octobre 1890 et de
l'article I^{er} du Décret du 30 Mars 1934

NEGOCIATIONS effectuées en vertu de pièces contentieuses ou d'actes notariés, à l'exception des procurations générales: 0.40 % du montant de la négociation, avec un minimum de courtage de 2 fr. 50.

OPERATIONS A TERME

Rentes Françaises....	{	0 fr. 05 par 3 francs de rente 3 % ou par
		3 fr. 50 de rente 3 1/2 %.
		0 fr. 06 par 4 francs de rente 4 % ou par
		4 fr. 50 de rente 4 1/2 % ou par 5 francs de rente 5 %.

Rentes étrangères se négociant en rentes :

Lorsque le cours est inférieur à 60 %...	0.10 % du capital nominal.
Dans les autres cas.....	0.15 % du montant de la négociation.

Actions et Obligations, lorsque le cours est inférieur à 200 francs.	{	0 fr. 40 par action ou obligation

Actions et Obligations, lorsque le cours est compris entre 200 et 400 francs.	{	0 fr. 75 par action ou obligation.

Actions et Obligations, lorsque le cours est supérieur à 400 francs et toutes valeurs non dénommées ci-dessus.	{	0.20 % du montant de la négociation.

Opérations de Report

Rentes Françaises..	{	o fr. 025 par quinzaine et par 3 francs de rente
		3 % ou 3 fr. 50 de rente 3 1/2 %.
		o fr. 03 par quinzaine et par 4 francs de rente
		4 %, 4 fr. 50 de rente 4 1/2 %, 5 fr. de rente
-	-	5 %.
Autres valeurs.....	{	1 fr. 80 % l'an du montant de la valeur repor-
		tée, calculé d'après le cours de compensation
		pour les opérations donnant lieu à un report.
	{	1 fr. 20 % l'an du montant de la valeur repor-
		tée, calculé comme ci-dessus, pour les emplois
		de capitaux en report.

Bourse de Paris

Compagnie des Agents de Change

TARIF DU DROIT DE COURTAGE

Dispositions spéciales :

Lorsque deux opérations en sens contraire ont été effectuées au comptant, en vertu d'un même ordre et dans la même Bourse, pour le compte d'un client particulier, et lorsque l'opération d'achat porte sur la rente française ou sur l'une des valeurs dites « de placement » (valeurs assujetties au tarif de courtage de 0 fr. 20 %) il y a franco de courtage à concurrence du capital des titres vendus.

Les certifications de signatures données par les Agents de change dans les cas visés par l'article 76 du décret du 7 octobre 1890 et la loi du 11 juin 1909 donneront lieu à la perception d'honoraires dont le tarif sera, suivant le cas, celui des courtages qui a été fixé ci-dessus, soit pour les négociations effectuées en vertu de pièces contentieuses ou d'actes notariés, soit pour les opérations au comptant. Ces honoraires ne seront pas perçus lorsque les certifications seront corrélatives à l'achat ou à la vente de valeurs négociées par le ministère de l'Agent de change certificateur.

Une délibération de la Chambre Syndicale approuvée par arrêté du Ministre des Finances détermine les négociations effectuées en vertu de pièces contentieuses et d'actes notariés qui donnent lieu à l'application du courtage de 0,40 %.

1^{er} avril 1934.

Le Syndic : E. JACOB.

TARIF DU DROIT DE TIMBRE

Perçu au profit de l'Etat sur les *Opérations de Bourse*

Sur toute opération d'achat ou de vente au comptant ou à terme :

Pour la rente française.....	{	0.0125 ‰ ou fraction de mille francs du montant de la négociation.
Pour toutes les autres valeurs (françaises ou étrangères).....		1 ‰ ou fraction de mille francs du montant de la négociation.

Sur les opérations de report :

Pour la rente française.....	{	0.00625 ‰ ou fraction de mille francs sur le cours de compensation majoré, s'il y a lieu, du prix du report.
Pour toutes les autres valeurs (françaises ou étrangères).....		0.50 ‰ ou fraction de mille francs sur le cours de compensation, majoré, s'il y a lieu, du prix du reports.

Dispositions diverses

Le droit étant établi par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs, le montant de la perception ne peut être inférieur au taux même du droit ou à ses multiples.

Toute fraction de centime dans la liquidation du droit donne lieu à la perception du centime entier.

Pour les opérations à primes, le droit n'est perçu, en cas d'abandon du marché, que sur le montant de la prime abandonnée.

Les opérations d'escompte ou de compensation ne donnent lieu à la perception d'aucun droit.

TAXES FISCALES SUR LES VALEURS MOBILIERES

Sociétés Françaises .

Droit de timbre	{	20 centimes % par an du capital nominal des titres ou, le cas échéant, du capital nominal augmenté de la prime d'émission, pour les titres émis antérieurement au 1 ^{er} janvier 1930.
		15 centimes % par an pour les titres émis du 1 ^{er} janvier au 28 avril 1930 inclus.
		12 centimes 1/2 % par an pour les titres émis à compter du 29 avril 1930.
Droit de transmission	{	30 centimes % par an sur la base du cours moyen de l'année précédente.
		Pour le transfert des valeurs essentiellement nominatives le droit est de 55 centimes %.
Impôt sur le revenu	{	17 % sur les intérêts arrérages et tous autres produits (primes de remboursement, etc.).
		Réduit à 12 % pour les titres nominatifs. Cette réduction n'est pas applicable aux produits revenant à des personnes morales, non plus qu'aux produits des obligations dont les débiteurs ont pris à leur charge tout ou partie de l'impôt sur le revenu et aux produits des titres convertis au nominatif depuis moins de six mois.
		36 % sur les lots.

Fonds d'Etats Etrangers (1)

Droit de timbre...	2 1/2 % de la valeur nominale de chaque titre.
Impôt sur le revenu.	20 % sur le revenu des rentes, obligations et autres effets publics.

Sociétés Etrangères (1)

En principe, les titres des Sociétés étrangères sont frappées des mêmes droits et impôts que les valeurs françaises.

Il en est particulièrement ainsi pour les Sociétés qui ont contracté un abonnement, c'est-à-dire qui ont fait agréer par le Ministre des Finances un représentant responsable du paiement des taxes.

Le nombre des titres des Sociétés étrangères abonnées passibles des taxes en France, ou quotité imposable, est fixé par le Ministre des Finances après avis de la Commission des Valeurs mobilières.

Les titres des Sociétés étrangères non abonnées doivent être timbrées au droit fixé à 2 1/2 %.

Ces titres sont en outre soumis à l'impôt de 20 % sur le revenu. Cet impôt est réduit à 17 % pour les titres étrangers déposés, contre récépissé nominatif, dans un des Etablissements de banque agréés par l'administration.

(1) Sous réserve des dispositions spéciales résultant d'accords internationaux (voir notamment les conventions des 16 juin 1930 pour l'Italie et 16 mai 1931 pour la Belgique approuvées par les lois du 13 juillet 1933).

Syndicat Général des Banquiers en Valeurs

TARIFS DE COURTAGES

Opérations à Terme

1° Affaires fermes et primes

	Courtage par titre
Jusqu'à 25 fr. inclusivement....	0.25
Au-dessus de 25 f. à 75 f. incl.	0.50
» 75 f. à 150 f. »	1. »
» 150 f. à 250 f. »	1.50
» 250 f. à 350 f. »	2. »
» 350 f. à 500 f. »	2.50
» 500 f. à 650 f. »	3. »
» 650 f. à 1000 f. »	3.50
» 1000 f.....	3.50 %

2° Reports.

Jusqu'à 25 fr. inclusivement....	0.25
Au-dessus de 25 f. à 75 f. incl.	0.50
» 75 f. à 150 f. »	0.50
» 150 f. à 250 f. »	0.75
» 250 f. à 350 f. »	1. »
» 350 f. à 500 f. »	1.25
» 500 f. à 650 f. »	1.50
» 650 f. à 1000 f. »	2. »
» 1000 f.....	2. » %

Opérations au comptant

	Courtage par titre
Jusqu'à 25 fr. inclusivement....	0.25
Au-dessus de 25 f. à 75 f. incl.	0.50
» 75 f. à 150 f. »	1. »
» 150 f. à 250 f. »	1.50
» 250 f. à 350 f. »	2. »
» 350 f. à 500 f. »	2.50
» 500 f. à 650 f. »	3. »
» 650 f. à 1000 f. »	3.50
» 1000 f.....	3.50 %

	Courtage
Minimum par bordereau.....	3.50

Pour tout ordre sur une même valeur représentant un capital inférieur à 1000 francs, le minimum de perception est fixé à 3 fr. 50.

Les courtages ci-dessus sont portés au double pour les opérations concernant les droits.

N. B. — Les négociations au comptant comportent la perception du courtage sur chaque opération, achat et vente, et sans par contre.

Tarif des courtages à Londres

Shares, Registered or Bearer (other than shares of \$: 50 or \$: 100 denomination dealt in the American market).

Price £ :	0. 1.0	or under	At discretion	
			s.	d.
Over	0. 1.0	0. 2.0	0	0 1/2
	0. 2.0	0. 3.6	0	0 3/4
	0. 3.6	0. 5.0	0	1
	0. 5.0	0. 15.0	0	1 1/2
	0. 15.0	£: 1. 10.0	0	3
	1. 10.0	2. 0.0	0	4 1/2
	2. 0.0	3. 0.0	0	6
	3. 0.0	4. 0.0	0	7 1/2
	4. 0.0	5. 0.0	0	9
	5. 0.0	7. 10.0	1	
	7. 10.0	10. 0.0	1	3
	10. 0.0	15. 0.0	1	6
	15. 0.0	20. 0.0	2	0
	20. 0.0	25. 0.0	2	6
	25. 0.0		1/2 per cent on money	

Shares of \$ 50 or \$ 100 Denomination dealt in the American market,

Price \$: 5 or under At discretion.

s. d.

Over \$:	5 to 25	0	6	per share =	1/8
	25 50	0	9	»	3/16
	50 100	1	0	»	1/4
	100 150	1	6	»	3/8
	150 200	2	0	»	1/2

with 6d. rise for every \$: 50, or portion there of, in price.

7° L'arbitragiste doit tenir compte que, dans de nombreux pays, les rentes et obligations se négocient « plus intérêt », c'est-à-dire que, au cours coté, il faut ajouter l'intérêt échu depuis le dernier détachement de coupon, au taux contractuel.

Exemple : Une obligation de \$: 1.000 French 7 % 1921 dont la jouissance est Juin 1934, se négocie à New-York c. 183 %, le 24 septembre 1934, vaut en réalité \$: 1830

+ Intérêts 3 mois et 25 jours..... 22,36

\$: 1852,36

8° Il doit également s'assurer, avant d'engager ses opérations, que la quantité de titres cotés sur les deux places où il va traiter est bien la même, autrement dit, que tous les numéros d'actions ou d'obligations sont de bonne livraison de part et d'autre.

Autrement, s'il arbitre, par exemple, des actions Malacca Rubber ord. à Londres (où les négociations portent sur tous les titres de la Société — Actions N° 115.001 à 656.613, soit 541.613 titres), il risque d'avoir, au moment de la livraison, des titres non livrables à Paris (où seuls les N°s 115.001 à 335.000 et 350.001 à 368.964 sont « coursables », soit 238.964 titres, = pas la moitié de ceux qui passent à Londres).

Il ne peut ainsi dénouer son opération qui ne constitue pas un vrai arbitrage.

9° Une autre question assez délicate est celle des « oppositions » qui rend les titres achetés à l'étranger non livrables à Paris.

En effet, l'opposition sur les titres au porteur faite en France n'a pas d'effet légal en Angleterre. Un titre acheté à Londres et frappé d'opposition à Paris ne peut être légalement refusé à Londres.

Il est donc de bonne précaution pour les arbitragistes de ne traiter à l'étranger qu'avec des contre parties de parfaite bonne foi afin d'éviter des risques de ce genre.

Il apparaît donc que les opérations d'arbitrage entre Paris et Londres impliquent les frais suivants :

a) *Vente à Paris de titres français ou étrangers « abonnés »*

Courtage : Paris et Londres.

Impôts : Paris et Londres.

Port et assurance de Londres à Paris.

b) *Vente à Paris de titres étrangers*

Comme ci-dessus,

plus s'ils sont achetés au porteur, le timbre français et s'ils sont achetés au nominatif, le timbre français, plus, pour les Sociétés Sud-africaines, un droit de transfert de 1 shilling par £ 100, plus le droit de transfert anglais de 1 %, plus les frais de mise au porteur, comprenant, en ce qui concerne les actions anglaises : le timbre anglais de 3 % du nominal et la rémunération de la société, et, en ce qui concerne les actions étrangères à l'Angleterre, seulement la rémunération de la Société, car le timbre anglais ne serait dû qu'en cas de négociation en Angleterre, ce qui n'est plus le cas une fois que le transfert a été effectué.

c) *Vente à Londres de titres au porteur de Sociétés anglaises.*

Courtages : Paris et Londres.

Impôts : Paris et Londres.

Port et assurance.

d) *Vente à Londres de titres au porteur de sociétés étrangères.*

Courtages : Paris et Londres.

Impôts : Paris et Londres.

Port et assurance.

Timbre anglais.

Les mêmes titres vendus « au nominatif », ne seraient pas soumis au Timbre anglais, mais à une petite rémunération à la société, pour « reregistration ».

Voici quelques exemples concrets } Fonds d'Etat : *Egypte 4 % unifiée.*
} Mine d'or Sud-Africaine : *Rand Mines.*

Egypte 4 % unifiée. Le 26 Septembre 1934

Cours à Londres : 107 1/2 % (suivant l'usage de la place de Londres, où tous les Fonds d'Etat se quotent en %).

Cours à Paris : 1595 (suivant la nouvelle quotation à Paris, le cours est en francs et exprime le prix d'une coupure de £ : 20 ou 500 francs).

Cours du change : 74,60.

Nous dirons que 107 1/2 % équivaut à £ : 21.10/ par obligation de £ : 20 et que, au cours du change £ : 21.10/ valent 1603 fr. 90.

Nous pourrions donc vendre à Londres une obligation Egypte 4 % pour 1603 fr. 90.

Mais cette opération va nous occasionner les frais suivants :

Courtage Paris (moins remise) 2 1/4 %	Frs : 3,60
Impôt à Paris 1 %	» : 1,60
Port (1 fr. par titre) + assurance (20 %)	» : 1,32
Courtage Londres (supposons 1/8% du nominal)	» : 1,87
Impôt à Londres	» : 0,08
Timbre anglais à 5/ par £ 100	» : 3,73

Frs : 12,20

La perte d'intérêt pour un achat au comptant, le 26 septembre, et une vente à Londres, valeur 11 octobre (jour de la prochaine liquidation), représente, à 4 %, environ Frs : 2,40, soit, au total Frs : 14,60.

L'opération ne sera intéressante que si l'on peut acheter la dite obligation au-dessous de Frs : 1603,90 — 14,60 = 1589 fr. 30.

Pour faire l'opération inverse, c'est-à-dire vente à Paris, contre achat à Londres, nous aurions les frais suivants :

Courtage	Frs : 3,60
Impôt	» : 1,60
Port et assurance	» : 1,32
Courtage Londres	» : 1,87
Impôt à Londres	» : 0,08
Timbre français (2 1/2 % sur 500 fr.)	» : 12,50

Frs : 20,97

Et une petite perte d'intérêt, 3 ou 4 jours, juste le temps matériel de faire venir le titre de Londres et de le livrer, après l'avoir fait timbrer ; au total, environ 21 fr. 75.

Si donc nous pouvons acheter à Londres à 107 1/2 %, il faut vendre à Paris à un cours supérieur à 1603 fr. 90 plus les frais de 21 fr. 75, soit *plus cher* que 1625 fr. 65,

En ce qui concerne le second exemple dont il est parlé plus haut, voici copie de la formule demandée par la Société Rand Mines pour mise au nominatif de ses actions au porteur :

5/— Shares.

Dated Lodged.....

RAND MINES, LIMITED.

(Incorporated in the Transvaal)

S

SHARE WARRANTS SURRENDERED TO BE CANCELLED.

To the London Agents of the N°.....

N° 1, London Wall Buildings, London, E. C. 2.

^I
We the undersigned, being the Holder of the following Share Warrants of your Company:

N°

- Share Warrants of ONE Share each.
- Share Warrants of FIVE Share each.
- Share Warrants of TEN Shares each.
- Share Warrants of TWENTY-FIVE Shares each.
- Share Warrants of FIFTY Shares each.
- Share Warrants of ONE HUNDRED Shares eaOch.
- Share Warrants of TWO HUNDRED Shares each.

representing.....Shares, as per particulars at back heref, hereby surrender the same to be cancelled.

And ^I
We request that you will register ^{me}_{us} as the Holder of the Shares represented by such Warrants, and issue a Certificate in ^{my}_{our} name ^I
We enclosed remittance for £: to defray the charges for same.

Dated this.....day of..... 19....

Witness:	Usual Signature (i).....
.....	Name (in full).....
Adress.....	Adress.....
.....	
	Occupation.....

(1) The Signature to be attested by a Witness who must add his Postal Address after his name. When the Signature is affixed out of Great Britain it must be attested by H. M. Consul or Vice-Consul, Notary Public, or by some other person holding a public position.

The cost of converting Share Warrants into Share Certificates is 5/— 100 Shares or any part thereof, and 1/— for each Certificate.

In reference to the above application for the issue of Certificates of Registered Shares in exchange for Share Warrants for..... Shares of your Company, hereby certify that this application for conversion is made on my own behalf, and that the said Shares have not been negotiated and are not liable to Stamp Duty under the Finance Act of 1899.

Signature of the Proprietor of
the Share Warrants

This form must be signed in every case where the Share Warrants are unstamped.

Left by (Name).....

(Address)

*The following particulars to be filled in before this form is
lodged at the Company's Office.*

The Share Warrants must be placed in Numerical Order.

Warrant N°	N° of Shares	Distinctive Numbers of Shares	N° of Coupons attached
---------------	-----------------	-------------------------------	---------------------------

L'opération d'arbitrage sur cette valeur se présente
ainsi qu'il suit :

La société paie les taxes d'abonnement au fisc français et, en conséquence, les titres sont dispensés de la formalité du timbre (1).

Cours à Londres £ 7 3/16 par action

» Paris 530

» du change 74,60

Parité brute : $7 \frac{3}{16} \times 74,60 =$ Frs : 536,19

Les frais, pour un achat à Paris et une vente à Londres sont :

Courtage à Paris	Frs : 1,80 (60% du courtage officiel)
------------------	---------------------------------------

Impôt Paris 1 ‰	» : 0,53
-----------------	----------

Courtage à Londres 6 pence	» : 1,87
----------------------------	----------

Impôt à Londres	» : 0,03
-----------------	----------

Port et assurance	» : 0,15
-------------------	----------

Frs : 4,38

Il faut ajouter, pour la vente d'actions au porteur, le timbre anglais (en supposant qu'on traite en coupures de 25 actions) = 4 shillings pour 25 actions, soit 15 frs par coupure ou 0 fr. 60 par action, et une différence éventuelle d'intérêt entre la date du paiement et celle de l'encaissement.

L'achat en liquidation fin septembre sera à payer le 4 octobre, et le produit de la vente en liquidation du 11 octo-

(1) Ceci n'est plus exact depuis le désabonnement de la Société survenu en novembre 1934.

bre, ne sera disponible qu'à cette date, d'où une perte d'intérêts de 7 jours, au taux de 4 % = 42 centimes par titre. Les frais totaux sont : $4,38 + 0,60 + 0,42 = 5,40$ par action.

L'opération d'arbitrage, vendant à Londres au cours de £ : 7 3/16, soit 536,19, moins 5,40 de frais, soit net 530,79, est donc profitable si l'on peut racheter les titres à 530 frs ou au-dessous.

Les frais de vente à Londres d'actions nominatives s'établiraient ainsi :

Comme précédemment,	4,38
+ frais de reregistration (5/ pour 100 titres et 1/ par certificat)	
= par action	0,22
+ perte d'intérêt, comme précédemment	0,42

5,02 au lieu de 5,40 dans le cas précédent.

Nous pouvons noter qu'on aurait donc intérêt, en principe, à vendre à Londres, *en mettant au nominatif*, mais en fait, le prix des titres au porteur étant légèrement supérieur, cet avantage disparaît. Il en est ainsi de toutes les opérations concernant l'arbitrage. La concurrence et l'ingéniosité de chacun rend les occasions de bénéfices rares et difficiles à saisir.

Dans le sens inverse, c'est-à-dire pour acheter à Londres, quels seraient les frais de l'opération ?

Si l'on achète des titres au porteur, il faut payer :

Le courtage à Paris	1,80
Impôt à Paris	0,53
Courtage Londres 6 pence	1,87
Impôt à Londres	0,03
Port et Assurances	0,15
	4,38

Il y a lieu également de compter la différence d'intérêts entre la liquidation de Londres et celle de Paris.

Aucun timbre français sur la Rand Mines qui est « abonnée ».

Si l'on achète des *titres nominatifs* à Londres, il faut ajouter à ces frais :

1° Transfert à Londres 1 %	Frs : 5,40
2° Timbre Sud-africain sur transfert (1 sh. pour 100 £).....	» : 0,27
3° Enregistrement du transfert : 2/6 pour toutes quantités, donc, pour 1 action, frais pratiquement négligeables	
4° Demande de mise au porteur 2/6 par 100 titres. Pour 1 action	» : 0,09
5° Frais des warrants : 1/6 par coupure de 25 actions.....	» : 0,22
	Frs : 5,98

Au total, sans compter la différence d'intérêt, les frais se montent à Frs : 10,36 par action. Si l'on peut acheter à £ 7 3/16, soit Frs : 536,19, il faut vendre à un cours supérieur à Frs : 546, 55 pour que l'opération soit bénéficiaire.

La mise au porteur des titres sud-africains demande environ 3 semaines, ce qui fait que la livraison à Paris ne peut généralement pas se faire dans le délai ordinaire d'une liquidation.

Il y a lieu alors de « *reporter* » à Paris, c'est-à-dire emprunter les titres vendus, jusqu'au mois suivant, opération qui se fait généralement avec un intérêt d'argent, et est donc sans perte pour le banquier arbitragiste.

Toutefois l'arbitragiste risque, au lieu d'un bénéfice tiré du report, de ne trouver qu'un *report au pair* ou même d'avoir à payer un *déport* pour emprunter le titre qu'il ne peut pas livrer.

Cela est rare sur les valeurs à grand marché international, mais peut se rencontrer lors des nouvelles introductions à Paris, ou de position de place à la baisse.

Tourner une position.

Exemple : l'Egypte acheté le 26 septembre à Paris, n'étant livrable que le 11 octobre à Londres, on garde le titre à Paris jusqu'au dernier moment et l'arbitragiste peut, s'il trouve un acheteur à Paris, revendre son titre à Paris avant cette date, contre achat à Londres et économiser ainsi :

le timbre anglais,
ne pas payer le timbre français
et gagner aussi le port et l'assurance.

De même, certains arbitragistes, acheteurs de mines à Londres, se font reporter jusqu'à ce qu'ils puissent tourner leur position et évitent ainsi :

Les frais de transfert ;
Les frais de mise au porteur.

Mais il peut y avoir une *perte d'intérêt* : se faisant reporter à Londres et reportant à Paris, il faut envisager une perte d'intérêt de 2 à 3 %, variable suivant les circonstances, la position de place et les taux d'argent dans chaque pays.

Tirage des obligations.

A Londres, on négocie jusqu'à la *veille du tirage*, avec droit au tirage.

Ici on détache ce droit 15 Bourses avant le tirage.

Coupons détachés à des dates différentes suivant le pays :

Exemple Mines d'or : coupon sur la Rand Mines : détaché fin juin à Londres et
fin août à Paris = différence de près de 2 mois.

Inconvénient : le titre acheté à Londres en liquidation de fin juin sera livré « ex-coupon » et le coupon sera crédité par le vendeur moins l'impôt anglais.

Et il faut, de plus, tenir compte de la différence entre les taux d'impôt anglais et français sur les coupons.

B. — OPERATIONS ENTRE NEW-YORK ET PARIS.

Exemple : *Canadian Pacific*, 26 septembre 1934.

Cours de New-York	\$: 14 par action
-------------------	--------------------

Cours à Paris	Frs : 220
---------------	-----------

Cours du \$ à Paris	Frs : 15,02
---------------------	-------------

La parité brute est de $14 \times 15,02 = \text{Frs} : 210,28$

L'action *Canadian Pacific* se traite à New-York en titres nominatifs et, à Paris, en certificats au porteur émis par la *Westminster Bank* de Londres.

Il faut donc faire enregistrer à New-York les titres au nom de la *Westminster Bank*, dans les coupures de titres que l'on devra livrer à Paris (unités, coupures de 4, de 20 ou de 40 actions).

Cette opération est gratuite et ne comporte pas de frais de transfert car, contrairement aux usages de Londres, c'est le vendeur au lieu de l'acheteur qui paie les frais de transfert.

Les titres, ainsi enregistrés, doivent être expédiés à Londres à la dite banque qui, contre livraison des certificats à son nom, délivre des warrants au porteur, avec coupons, moyennant paiement de :

1 sh.	par unité	
2	par coupure de	4
5	»	20
10	»	40

Les frais, pour acheter à New-York et vendre à Paris en liquidation sont :

Courtage à New-York 12 1/2 cents par action..	Frs : 1,88
(jamais de remise sur les courtages à New-York)	
Courtage à Paris (0,75 moins remise) = net...	» : 0,50
Impôt à Paris (il n'y a pas d'impôt de bourse à New-York sur les actions).....	» : 0,22
Port et assurance de New-York à Londres et de Londres à Paris	» : 0,30
Frais de certificats : 8 sh. par 25 actions en 1/1 1/4 1/20 soit, par action,	» : 1,20
Timbre français: fixé p ^r l'année en cours (1934) à	» : 7, »

N. B. : Les titres de la Société étant cotés en dessous de la moitié du pair (\$ 25 et 25,52 le \$, soit 638 Frs), le tarif est réduit et calculé à 2 1/2 % sur la base du cours moyen de 1933.

Frs : 11,10

Un achat à \$ 14, soit 210,28 ne devient donc une opération d'arbitrage rémunératrice que si l'on peut vendre à Paris au dessus de 221 fr. 38. Ces calculs ne mentionnent pas la perte d'intérêt qu'entraîne l'opération.

En effet, on traite à New-York exclusivement au comptant (valeur 2 jours ouvrables après l'achat) et, à Paris principalement, en liquidation.

On ne peut pas pratiquement livrer pour la liquidation pour laquelle on a vendu en raison du délai de fabrication des titres. Il y a donc lieu d'emprunter les titres sous forme de report. Etant donné la période de dépression que nous subissons, les reports au parquet se font à un taux excessivement bas, et il arrive que, après déduction des frais, le report se fasse pratiquement au pair. Il y a donc lieu de compter environ un mois de perte d'intérêt pour une affaire de ce genre, sans compter les risques éventuels d'avoir à payer un déport pour l'emprunt des titres, si la situation de place est à la baisse.

L'opération inverse, c'est-à-dire vente à New-York et achat de Paris, entraîne les frais suivants :

Courtage à Paris		Frs : 0,50
Impôt à Paris		» : 0,22
Courtage à New-York		» : 1,88
Port et assurance	{ Paris-Londres	
	et	» : 0,30
	Londres-New-York	
Transfert au nom de l'acheteur		
(4 cents par action)		» : 0,60
		Frs : 3,50

L'annulation des warrants au porteur par la Westminster Bank est gratuite ; en échange de ses titres, la Banque restitue le certificat de la Compagnie, endossé par elle.

Vendant à \$ 14 à New-York, il faut acheter à Paris Frs : 210,28 moins les frais de 3,50, soit 206,78, pour faire une affaire blanche, à l'exclusion toutefois d'une perte d'intérêt de 2 à 3 semaines nécessitée par l'envoi des titres à Londres, puis à New-York.

Cependant, si l'arbitragiste ayant acheté à New-York n'a pas « liquidé » sa position, c'est-à-dire s'il n'a pas transformé ses titres en certificats au porteur, ni, bien entendu payé le timbre français, il lui sera loisible de compter les frais économisés en bénéfice pour « tourner sa position ».

S'il ne veut pas livrer à Paris, il ne paie pas les 8,50 par action que cette livraison nécessite. Donc, au lieu de compter 3 fr. 50 de frais, pour tourner, il aura 5 frs de bénéfice, de sorte qu'un achat à 214 fr. et une vente à \$: 14 (ou 210,28) lui laisse une marge bénéficiaire de frs : 1,28.

Nous n'avons pas pu évaluer la perte d'intérêt de cette opération, car elle est essentiellement variable, suivant le temps qui s'écoulera entre la première affaire et la seconde. Bien entendu, plus vite cela se règlera, moins grande sera la perte d'intérêts,

C* — OPERATIONS ENTRE PARIS ET LE CAIRE.

Actions Crédit Foncier Egyptien $\left\{ \begin{array}{l} \text{titres au porteur,} \\ \text{tant à Paris qu'en Egypte.} \end{array} \right.$

Cours au Caire Frs or : 745 par action

Cours à Paris : 2175.

Cours de la Livre Sterling Frs : 74,60 à Paris

Cours de la livre sterling :

P. E. 97 $\frac{3}{8}$ demandé

P. E. 97 $\frac{5}{8}$ offert

La parité s'établit comme suit :

Cours au Caire $745 \times 3,8575 = 2873,8375$ Piastres Eg.

(Le nombre 3.8575 est le change fixe du franc-or en Egypte, autrement dit le franc-or équivaut à P. Eg. 3,8575, quel que soit le cours réel des changes).

La Livre Sterling valant 97 $\frac{5}{8}$ piastres offert, on pourra convertir les Piastres Eg. en £ 29,4375, soit 2873 divisé par 97 $\frac{5}{8}$ et, à leur tour, les £ Sterling valant 74 fr. 60, seront converties en Francs français 2196,04.

Nous pouvons donc dire que la parité de 745 représente brut Frs : 2196 pour la vente au Caire.

Il serait naturellement plus simple de transformer tout de suite les Piastres Eg. en Francs Français au cours du change sur Paris en Egypte, mais le marché du franc dans ce pays est très limité, de même que celui des P. E. est pratiquement nul à Paris, et l'arbitragiste trouve préférable de

s'assurer du transfert en £ Sterling, devise pouvant se traiter à des cours pratiquement fixes en Egypte.

Les frais, tant pour vendre en Egypte qu'à Paris seraient :

Courtage à Paris 1 1/3 ‰, remise déduite, pour	
un achat en liquidation)	Frs : 2,90
Impôt à Paris 1 ‰	» : 2,18
Courtage au Caire 1/4 %	» : 5,50
Port (1 fr. par titre et Assurance 1/2 ‰)	» : 2,10
	Frs : 12,68

Il faut y ajouter une différence d'intérêt entre le paiement à Paris et l'encaissement en Egypte, environ 15 jours à 3 semaines suivant les circonstances (4 à 5 frs par titre).

Mais, un cas particulier se présente pour les actions de cette société. Elles sont « abonnées », et le coupon est payable à Paris, sous déduction d'impôts français acquittés par la Société elle-même, sur la quantité de titres réputés circulant en France, et en Egypte, pour les titres y domiciliés depuis environ 18 mois, sans déduction d'aucun impôt.

Les titres négociés en Egypte doivent y être domiciliés et l'acheteur a droit au coupon plein.

Du fait que le coupon des titres venant de France est soumis à une retenue pour impôts français, l'acheteur réclamera à son vendeur le montant des impôts français jusqu'à ce que la domiciliation hors de France lui permette

d'encaisser ses coupons au prix brut. Précédemment, la retenue ainsi opérée sur les titres venant de France s'étendait à 2 coupons, mais maintenant les délais sont réduits à 1 seul coupon.

L'arbitragiste doit donc tenir compte du montant de l'impôt (environ (25 P. E., soit 20 frs par action), pour toute vente d'action de cette société en Egypte.

Une opération d'arbitrage dans ce sens ne devient donc bénéficiaire qu'après paiement des frais 12,68, de l'intérêt et de la retenue de 20 Frs = environ 37 Frs.

Vendant à 745, soit 2196 Frs, il faut acheter en dessous de 2159.

Dans le sens inverse, c'est-à-dire vente à Paris, la parité s'établit ainsi :

$$\frac{745 \times 385,75 \times 74,60}{97,375} = \text{Frs : } 2.201,67$$

Les frais absorbant 17 Frs, il faut vendre à Paris au minimum à 2.201,67 + 17 = environ 2.219 Frs

Bruxelles-Paris

Dans le rapport présenté au congrès de Liège par M. Jacob, syndic, rapport fort remarquable auquel je me suis référé au début de cet ouvrage, je trouve ces renseignements

sur la Bourse de Bruxelles : « Elle est depuis longtemps, un grand marché international, et l'on doit remonter à plus de 40 ans en arrière pour trouver le début d'importantes relations avec Paris. Ces relations furent, à cette époque lointaine, les premières et, quelque temps les seules, à profiter de la rapidité des communications téléphoniques qui favorisèrent à tel point l'activité de l'arbitrage. Alors, les deux marchés comptaient peu de valeurs communes et ces valeurs étaient exclusivement des titres étrangers. Les gros échanges de place à place, portaient sur les chemins de fer espagnols Saragosse et Nord-Espagne, et sur les rentes brésiliennes... on se rendait déjà compte de l'importance et de l'activité de la Bourse de Bruxelles et de l'influence heureuse qu'elle pouvait avoir à Paris ».

« Le nombre des valeurs inscrites aux 2 cotés de Bruxelles et de Paris est peu, trop peu élevé, actuellement. A la cote officielle on compte 160 titres négociés simultanément à Bruxelles et à Paris. A la cote du marché en Banque, 50 environ ». Et M. Jacob de déplorer qu'un nombre plus grand de bonnes valeurs ne soient pas cotées sur les deux marchés

III

ARBITRAGE EN CHANGE

Nous allons, tout d'abord, *définir le change* et étudier les *causes de la hausse et de la baisse* des changes.

On peut définir le change, le troc, l'échange d'une somme d'argent à recevoir dans un lieu, contre une somme d'argent équivalente à recevoir dans un autre lieu.

Si les deux lieux sont situés dans le même pays, ce sera le change intérieur ; s'ils sont dans deux pays différents, ce sera le *change étranger* ou *international*.

Le but principal des opérations de change est de compenser les dettes internationales, de manière à éviter les envois de numéraire et à en faire l'économie.

Nous pouvons prendre l'*exemple* d'un négociant anglais qui aurait vendu des marchandises en France et un négociant français qui en aurait vendu en Angleterre. Au moment fixé pour le paiement de part et d'autre, il faudrait que l'acheteur français envoie la somme d'argent due à son vendeur anglais, tandis que l'acheteur anglais enverrait la somme due à son vendeur français : d'où double expédition de numéraire. Au lieu de cela, il suffira qu'en France, l'acheteur de produits anglais se mette en rapport

avec le vendeur de produits français, il achètera à celui-ci sa créance représentée par un effet de commerce et lui en payera le montant ; il enverra ensuite l'effet ainsi acheté à son correspondant, le vendeur anglais, qui en encaissera le montant chez l'acheteur de produits français et si la vente de produits faite en Angleterre était d'un montant équivalent à la vente de produits faite en France, les deux opérations commerciales se trouveront complètement réglées ainsi par une simple opération de change et sans envoi d'espèces d'un pays à l'autre.

En pratique, cela ne peut pas se passer ainsi : l'acheteur en France de produits anglais ne peut pas se mettre à la recherche d'un vendeur de produits français en Angleterre, afin de lui acheter sa créance. Mais les banquiers font la vente et l'achat des effets à ceux qui ont des créances à l'étranger et en vendent à ceux qui y ont contracté des dettes.

Mais dans le cas envisagé jusqu'à présent, nous avons supposé que les deux affaires étaient de même importance, à la même échéance et que nous avons fait abstraction de la nature de la monnaie qui devait servir à régler chacune d'elles.

Or deux pays ne se servent pas de la même monnaie : toutefois, s'il arrive qu'entre les deux pays en question, la balance générale des dettes et des créances exigibles, de l'un sur l'autre, soit égale, le change s'établira nécessairement au pair dans les deux pays, c'est-à-dire que le change coté

dans le premier pays représentera la valeur intrinsèque de la monnaie de compte du second exprimée en monnaie du premier et réciproquement.

Si, au contraire, la balance s'établit de manière que l'un des pays soit débiteur de l'autre, le pays débiteur verra le change sur le pays créancier s'élever au-dessus du pair, tandis qu'au contraire, le pays créancier verra chez lui le change sur le pays débiteur baisser au-dessous du pair, dans la même proportion.

Ce phénomène s'explique facilement : en définitive, toutes les dettes qui n'auront pu s'éteindre par compensation entre les deux pays devront être soldées par des remises de numéraire effectif envoyées par le pays débiteur au pays créancier.

Exemple pratique : supposons que la balance des engagements devenus exigibles entre la Belgique et la France soit de 40 millions en faveur de la France. Il se produira ceci : les particuliers ayant à remettre en France rechercheront le papier sur notre pays, ils consentiront à payer une prime afin de ne pas se voir obligés d'envoyer de l'or ; les acheteurs étant plus nombreux que les vendeurs, ceux-ci élèveront leurs prétentions progressivement jusqu'à ce que la prime qu'ils veulent se faire payer atteigne la limite représentant les frais d'un envoi de numéraire, car à ce moment-là, il serait indifférent aux acheteurs de faire un envoi d'espèces ou d'acheter un effet de commerce sur la France. Mais, la prime payée arrivera à l'extrême limite des frais à

encourir pour un envoi de numéraire, attendu que la majorité des débiteurs de la France préférera acheter des effets de commerce, plutôt que d'avoir à subir l'ennui et le tracasserie de la manipulation nécessaire à un envoi d'espèces.

En France, il produira un effet diamétralement opposé, les particuliers créanciers de la Belgique offriront du papier sur ce pays, et consentiront à subir une petite perte sur le montant de leur créance, afin de ne pas se voir obligés de faire venir du numéraire, et les acheteurs de change sur la Belgique élèveront leurs prétentions progressivement jusqu'à ce que la perte qu'ils voudraient se faire bonifier par les vendeurs arrive aussi à la limite des frais que représenterait une expédition de numéraire car, à ce moment-là, les vendeurs de change créanciers de la Belgique n'auront plus aucun avantage à vendre du change. Mais, là aussi, la perte atteindra l'extrême limite des frais à encourir pour une expédition de numéraire parce que la majorité des créanciers de la Belgique préférera vendre ses tirages sur la Belgique au prix de revient d'une expédition de numéraire, plutôt que d'avoir l'ennui de la réception et de la manipulation de ce numéraire.

De plus, la hausse du change sur la France en Belgique et la baisse du change sur la Belgique en France arriveront mathématiquement à se balancer à un moment donné, c'est-à-dire que le sacrifice à faire par les acheteurs en Belgique tendra constamment à rester égal au sacrifice consenti par les vendeurs en France.

S'il en était autrement et que le sacrifice consenti dans l'un des deux pays soit inférieur à celui consenti dans l'autre, il s'établirait tout de suite une série de transactions appelées *arbitrages* dont le résultat serait de rétablir la balance des cours entre les deux pays.

Causes de possibilité de l'arbitrage.

Il va de soi que, dans la pratique, il se produit *presque constamment des écarts entre les cours* qui permettent précisément de se livrer à ce commerce d'Arbitrages, jusqu'à ce que ces arbitrages aient eux-mêmes nivelé les cours.

La principale, sinon l'unique cause, des variations des changes provient donc, comme pour toutes les autres marchandises, de la situation de *l'offre et de la demande*. En fait, le change sur un pays étranger est d'autant plus demandé que l'on doit davantage à ce pays et que le règlement du solde offre un plus grand caractère d'urgence. Comme exemple où le change sur Londres à Paris s'élève, nous pouvons citer, les époques où la spéculation sur les mines d'or prend quelque ampleur sur notre marché : le change s'élève alors régulièrement aux approches des liquidations bimensuelles à Londres, parce que les banquiers parisiens ont à lever à Londres un grand nombre de titres contre espèces à ces époques, et que le paiement de ces titres ne peut être différé.

2° La différence du *taux de placement* des capitaux entre deux pays influe également sur le taux du change

entre ces pays. Si dans l'un, le taux de placement des capitaux est très élevé et très bas dans l'autre, le change du premier sur le second sera offert et baissera par conséquent, tandis que dans le deuxième pays, le change sur le premier sera demandé et montera. En effet, il se produira ceci . dans le premier pays où les capitaux trouvent un emploi rémunérateur, les créanciers du second chercheront à faire rentrer leurs capitaux pour les placer plus avantageusement chez eux, le change sera, par suite, offert. Au contraire, dans le second pays, les débiteurs du premier chercheront à faire la couverture, afin de ne pas avoir à supporter une charge d'intérêts supérieure au taux qu'ils peuvent faire produire à leurs capitaux dans le pays, le change sera donc demandé.

Il arrivera même que dans ce second pays, le change sera demandé par des particuliers qui ne sont nullement débiteurs du premier, mais qui désirent y envoyer des fonds temporairement pour obtenir un placement plus avantageux de leurs capitaux.

3° Dans un pays qui *exporte des produits agricoles* et qui *importe toute l'année des produits manufacturés*, il arrive nécessairement que le change de ce pays sur l'étranger baisse au moment des exportations et se relève ensuite ; et le contre-coup de ce phénomène se fait naturellement ressentir en sens inverse dans les autres pays avec lesquels le premier est en rapports.

Nous pouvons ajouter que si un pays est fortement débiteur momentanément, par dettes exigibles, mais que sa situation au point de vue financier et monétaire soit bonne, il se produira bien une élévation des changes sur l'étranger, mais cette élévation pourra, au moyen de certaines mesures, être en partie balancée : la banque d'émission de ce pays élèvera son taux d'escompte, de manière à ce que ceux qui croiraient devoir lui demander du numéraire effectif pour envoyer à l'étranger se trouvent avoir une augmentation de charges à supporter qui les incite à ne pas y donner suite. Alors les banques privées de ce pays useront des crédits qui leur sont ouverts à l'étranger par leurs correspondants pour profiter ainsi de la différence entre le taux d'intérêts dans leur pays et celui pratiqué à l'étranger, ces tirages seront achetés sur place par les débiteurs de l'étranger et serviront de remise : cela viendra donc diminuer d'autant les dettes exigibles.

Toutes ces mesures, qui ne sont que des palliatifs ne font pas reculer l'échéance à laquelle les dettes du pays débiteur deviendront exigibles à nouveau. Mais si la situation financière et monétaire est bonne, cela pourra lui éviter une crise sur les changes. Sinon, elles n'auront pour effet que de reculer cette crise qui éclatera avec encore plus de violence.

Coter le Certain et l'Incertain.

La manière de coter les devises étrangères en France s'appelle coter (ou donner) l'*Incertain*, parce qu'elle expri-

me la quantité variable de monnaie française qui équivaut à une quantité fixe de la monnaie étrangère.

Le nom d'Incertain est donné à ce mode de quotation par opposition au mode de coter appelé *Certain*, employé sur quelques places étrangères (Londres par exemple), et qui consiste à indiquer la quantité variable de monnaie étrangère qui équivaut à une quantité fixe de la monnaie du pays.

Définition :

Les opérations d'arbitrage en change ont pour objet de profiter des écarts survenant entre les cours d'une même monnaie sur plusieurs places, pour en acheter un montant sur la place où elle est meilleur marché, la vendre sur celle où elle vaut plus cher et bénéficier ainsi de la différence. Cette différence ne peut être que temporaire car, par l'arbitrage, on augmente l'offre sur la place où la monnaie est demandée et la demande sur celle où elle est offerte : on tend ainsi au nivellement des cours.

Il y a matière à arbitrages fructueux si, dans un marché agité, on peut profiter, grâce à une communication téléphonique opportune, de brusques sauts de cours. Mais, dans un marché ordinaire, les oscillations ne présentant pas de brusquerie, on trouve des occasions d'arbitrage, mais sur des écarts peu importants : si l'opération porte sur des montants élevés, il peut y avoir un bénéfice intéressant, bien que celui-ci soit faible relativement aux sommes remuées.

En ce qui concerne le *Plan de ce Chapitre*, je suivrai celui qui a été choisi par M. J. Lockhart dans sa si remarquable thèse sur le « Marché des Changes de Paris » :

1° Les 2 places en communication arbitrent leurs monnaies nationales ;

2° Les 2 places arbitrent une monnaie étrangère à elles deux.

Dans le premier cas, il faut distinguer suivant que :

a) Une des places cote de Certain et l'autre l'Incertain.

b) Que les deux places cotent l'Incertain.

1° a) Ce cas ne se rencontre que dans les rapports de Paris qui cote l'Incertain avec Londres qui cote le Certain : il n'y a donc aucun calcul de parité à faire puisque les cours de la Livre sterling à Paris et des francs français à Londres *s'expriment en francs français*.

Dans ce cas on peut opérer si le cours le plus fort en valeur numérique d'une des places est moins élevé que le cours le plus faible en valeur numérique de l'autre : si les cours chevauchent les uns sur les autres, il n'y a rien à faire (cas où l'on dit 75 fr. 15 à 75,20 à Paris et 75,18 à 75,22 à Londres).

Si, au contraire, les cours sont 75,15 à 75,20 à Paris et 75,25 à 75,30 à Londres, *on achète sur les deux places* : on achète des Livres sterling à 75,20 (cours offert) et des Francs à Londres à 75,25 (cours offert). Et comme, acheter des

francs à Londres équivalent à vendre des Livres sterling, il y aura un bénéfice de 5 centimes par £.

Si les cours sont 75,15 à 75,20 à Paris, mais 75,05 à 75,10 à Londres, on vendra des francs à Londres et des £ à Paris, au cours demandé : et le bénéfice sera encore de 5 centimes par £.

b) *Les deux places cotent l'incertain* : Dans ce cas, il faut comparer le cours d'une place à la parité simple des cours de l'autre place, parité que l'on trouve dans son carnet de parité ; on peut opérer si la parité la plus faible est plus grande que le cours le plus fort ou que si la parité la plus forte est inférieure au cours le plus faible.

Paris-Bruxelles : Exemple : supposons que le franc français soit coté à Bruxelles : 28,20 acheteur et 28,22 vendeur (28 belgas et 20 centimes par 100 Frs), et que le belga se traite à Paris à 354 $\frac{1}{8}$ acheteur, et à 354 $\frac{1}{4}$ vendeur (c'est-à-dire 354 Frs français par 100 belgas).

L'arbitrage suivant sera possible et laissera une marge bénéficiaire :

on achètera 500.000 Frs français à Bruxelles qui coûteront : à 28,22 : Belgas 141.100.

Pour payer à Bruxelles, il faudra acheter à Paris les 141.100 belgas qui, au cours de 354 $\frac{1}{4}$, coûteront :

Frs Français : 499.846, 75.

Il n'y a pas de différence à Bruxelles, puisque la somme exacte nécessaire à l'achat des francs français sera couverte par la remise effectuée de Paris.

Par contre il y aura un bénéfice entre 500.000 Frs français (somme remise par Bruxelles) et le prix de la remise à effectuer à Bruxelles, qui est de 499.846,75 soit *Frs* : 153,75.

L'usage des 2 places étant de traiter du « versement » valeur compensée 2 jours, tant à Bruxelles qu'à Paris, le bénéfice ci-dessus sera net (après déduction des frais éventuels de téléphone, bien entendu).

Il n'en serait pas de même si on traitait valeur 2 jours à Bruxelles et valeur 3 jours à Paris. Il y aurait une différence d'intérêts à calculer, car la remise de Bruxelles serait à payer sur cette place 1 jour avant que celle de Paris ne soit effectuée : il faudrait se procurer les fonds à Bruxelles pour une journée.

Par contre, on encaisserait à Paris la veille du jour où l'on aurait à verser. Il y a ainsi un jour de perte d'intérêt sur une place et un jour de bénéfice sur l'autre place, mais il est probable que la différence de taux jouera en défaveur de l'arbitragiste (l'argent que l'on a à Paris ne vaut presque rien à prêter pour un jour et on aura quelque chose à payer pour emprunter l'argent pour un jour à Bruxelles).

2° *Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places en communication :*

a) Opérations d'usage.

b) Opérations contre monnaies nationales.

a) *Opérations d'usage* : Les cours sont immédiatement comparables, puisqu'ils s'expriment en la même mon-

naie ; que la monnaie arbitrée soit cotée à l'incertain ou au certain l'arbitrage n'est possible que si la valeur numérique du cours le plus élevé d'une place est inférieure à celle du cours le plus bas de l'autre.

Il n'y a pas de différence entre le cas où l'une des deux places travaille usance de l'autre et celui où les 2 places opèrent usance d'une troisième.

b) *Opérations contre monnaie nationale* : Ici, l'arbitrage comprend 3 opérations :

a) L'achat de la monnaie arbitrée sur une place contre monnaie nationale de cette place.

b) La vente de cette monnaie sur l'autre place contre monnaie nationale de cette seconde place.

c) Et la *couverture*, c'est-à-dire la transformation de la monnaie nationale de la seconde place en monnaie nationale de la première place.

Afin de rendre comparables les cours de la monnaie arbitrée qui sont exprimés en monnaies différentes, il faut calculer la parité des cours d'une place afin de les rendre comparables aux cours de l'autre place : on peut faire ces calculs de parité au moyen de la *règle conjointe* ou de la *Loga*.

Prenons comme premier exemple le cas où l'on fait des francs belges avec Londres : il serait normal de rendre les cours de Belgique à Londres comparables aux cours de Belgique à Paris, et de poser la règle conjointe de la manière suivante qui donne une parité de Frs Belges :

$$x \text{ Fr. fr.} = 100 \text{ Frs b.}$$

$$m \text{ Fr. b} = \text{£ } 1$$

$$\text{£ } 1 = n \text{ Frs Fr.}$$

$$\text{d'où } x = \frac{100 \times 1 \times n}{m}$$

Afin d'éviter la division plus longue à chiffrer et plus sujette à erreur qu'une multiplication, et de calculer en £ sterling, on pose en général la règle conjointe de la manière suivante qui fait ressortir une parité en £ sterling .

$$x \text{ Fr. fr.} = \text{£ } 1$$

$$\text{£ } 1 = m \text{ Fr. b.}$$

$$100 \text{ Frs b.} = R. \text{ Fr. fr.}$$

$$1 \times m \times R$$

$$\text{d'où } x = \frac{1 \times m \times R}{1 \times 100}$$

Et ainsi la couverture en £ sterling exerce une prédominance sur l'opération principale en Frs. belges.

Prenons maintenant un *exemple pratique* établi sur des cours du 1^{er} novembre 1934 de cette opération d'arbitrage en change portant sur une devise autre que celle des pays où l'on traite, c'est-à-dire un arbitrage en £ ou en \$ fait entre Paris et Bruxelles.

Prenons par exemple l'arbitrage en £. Cette affaire nécessite 3 opérations :

a) l'achat ou la vente des £ sur une place ;

- b) la revente (ou le rachat) des £ sur l'autre place ;
- c) le transfert des fonds du pays où s'est effectuée la vente au pays où s'est effectué l'achat.

Supposons les cours suivants :

la £ cote à Bruxelles 21 belgas 20 demandé, 21,22 offert.

Elle vaut à Paris 75 Frs 20 demandé, 75,25 offert.

Et le belga vaut à Paris 354 demandé, et 354 $\frac{1}{4}$ offert.

La parité de la £ à Bruxelles contre Frs français s'établit à :

$$\begin{aligned} 21,20 \times 354 &= \text{Frs fr. } 75,04^8 \text{ demandé} \\ \text{et } 21,22 \times 354 \frac{1}{8} &= \text{Frs fr. } 75,14^5 \text{ offert.} \end{aligned}$$

L'arbitragiste, après avoir établi ses parités, constate que le cours de la £ étant plus élevé à Paris, c'est sur cette place qu'il devra vendre les £ ; il les aura achetées à Bruxelles et aura ainsi à acheter les belgas nécessaires pour couvrir Bruxelles.

Voici le décompte de cette affaire :

Achat de £ 5000 c. 21 belga, 22 = Belgas 106.100

Achat de ces belgas 106.100 à Paris c. 354 $\frac{1}{8}$

coût F. fr. = 375.726,65

Vente de £ 5000 à Paris c. 75,20 pour Frs = 376.000, »

Bénéfice Frs fr. 273,35

Il n'y a aucune différence à Londres, ni à Bruxelles où les sommes à recevoir et à verser sont équivalentes.

En cas de différence d'usages de place (c'est-à-dire si le règlement ne s'effectue pas dans les 3 places aux mêmes dates), il faut tenir compte d'une différence d'intérêts, comme dans l'exemple précédent, minime il est vrai, mais en réalité presque toujours en perte, puisqu'on prête généralement à un taux inférieur à celui où l'on emprunte.

Il va sans dire que l'opération envisagée pouvait se dénouer autrement qu'elle a été combinée ci-dessus, c'est-à-dire que, au lieu d'acheter les belgas sur la place de Paris, on aurait pu vendre des francs français à Bruxelles. En supposant un cours de francs français à Bruxelles de 28,24 acheteur, nous aurions conclu l'affaire sur les bases suivantes :

Vente de £ 5000 à Paris c. 75,20	produit Frs Fr.	376,00
Vente des Frs fr. 376.000 à Bruxelles c. 28,24		
	produit Belgas	106.182,40
Achat de £ 5000 à Bruxelles c. 21,22	coût Belgas	106.100, »

Bénéfice : Belgas 82,40

soit, en francs français, 291,70.

Sur ces cours, l'opération est légèrement plus avantageuse que la précédente.

Il est nécessaire que l'arbitragiste se rende compte de l'amplitude du marché dans les différentes places où il traite. Il pourrait ainsi préférer la seconde opération, même si elle n'était pas en sa faveur, si le marché en francs français à Bruxelles est plus achalandé que celui du belga à Paris.

Actuellement, l'usage de la majorité des places mondiales est d'effectuer les affaires de change sous forme de versements « valeur compensée » 2 jours après la conclusion de l'affaire. Ainsi, les versements s'effectueront le même jour sur les 2 places, les instructions étant données par le vendeur de la devise étrangère à son correspondant étranger de verser au correspondant de l'acheteur le montant conclu. Ces instructions sont données soit par lettre, soit par télégramme, selon les délais de courrier.

C'est sous cette forme de versements valeur compensée que s'effectuent la majorité des affaires de changes entre banques, et c'est dans ces conditions que le banquier arbitragiste opérera.

Bien entendu, cette façon de procéder n'exclut pas la possibilité de traiter des versements par courrier ou des chèques sur pays étrangers, mais alors l'arbitragiste doit faire entrer d'autres éléments en ligne de compte, principalement les intérêts.

Mais il s'agit alors d'opérations spéciales, n'ayant plus le même caractère que les affaires envisagées plus haut, qui nécessitent une réalisation dans le minimum de temps, pour rester strictement des opérations d'arbitrage.

Avant guerre, l'arbitrage en changes était très différent de ce qu'il est devenu par la suite. En effet, les usages de place étaient différents suivant les pays : on traitait à Paris entre autres, le chèque Londres et non le versement, si bien qu'un retard de courrier pouvait déjouer les calculs établis

par l'arbitragiste, en raison de la différence d'intérêts pouvant en résulter.

Le retard ne pouvait être imputé au vendeur qui avait livré son chèque en temps voulu. Maintenant, le vendeur est responsable du versement effectué à l'étranger.

S'il exécute son contrat avec un certain retard (chose rare cependant), il doit indemniser l'acheteur en lui versant des intérêts de retard.

Les affaires ci-dessus envisagées sont celles « au comptant », mais, bien entendu, *elles peuvent être combinées « à terme »*, soit un mois, soit trois mois (on traite peu à deux mois d'échéance).

En effet, ces négociations de change ont pris une grande ampleur depuis les nombreux décalages de change qui ont eu lieu depuis la guerre. Les marchés sont très influencés par le facteur « confiance » et ainsi il était courant, pendant la dépréciation du franc, de coter les changes étrangers à terme avec une prime parfois très importante sur le cours du comptant.

Arbitrage de change : « Comptant contre Terme ».

La £ vaut à Paris 75 Frs au comptant.

75,10 à 3 mois.

Le \$ vaut à Paris 15,15 au comptant.

15,18 à 3 mois.

La £ vaut à New-York 495 1/16 au comptant
et le même prix à terme.

75

La parité £ contre \$ s'établit à — = 495,05
15,15 au comptant.

» » » » 75,10
— = 494,716
15,18 à 3 mois

On peut vendre des £ au comptant à Paris sur la base de 4,95.05 et les racheter à 3 mois à 4,95 7.16, c'est-à-dire avec un bénéfice. D'autre part, on peut les acheter à New-York au comptant et les revendre à New-York sans perte.

L'opération à combiner est donc la suivante :

Prêter des £ à Paris pour 3 mois et les emprunter à New-York, pour une même période : pour couvrir l'emprunt à New-York il sera, bien entendu, nécessaire d'emprunter des \$ à Paris.

Nous aurons donc à effectuer les opérations suivantes :

Au comptant :

Vente de £ 20,000 à Paris à 75 Frs

Encaissement Frs : 1.500.000

Achat de \$ 100.000 à Paris c. 15,15

Décaissement Frs : 1.515.000

Achat de £ 20,000 à New-York, c. 4,95 1/16

Décaissement \$: 99.012,50

En résumé, il y aura à Paris un décaissement de 15.000 Frs et à New-York : un encaissement de 100.000 — 99,012,50 = \$ 987,50 (les £ se trouvent soldées).

A 3 mois :

Achat de £ 20.000 à Paris c. 75,10 Décaissement 1.502.000
Vente de \$ 100.000 à Paris c. 15,18 Encaissement 1.518.000
Vente de £ 20.000 à N.-York 495 1/16 Encais. \$ 99.012,50

Ces opérations laissent les résultats suivants :

Encaissement à Paris : Frs 16.000.

Décaissement à New-York : 100.000 — 99.012,50 = \$ 987,50
et rien à Londres : £ 20.000 reçues et 20.000 versées.

Les affaires Comptant et Terme réunies font ressortir par solde un encaissement de Frs : 1.000 (les \$ et les £ étant soldées) qui représente le résultat bénéficiaire de l'affaire.

Il est à remarquer que ce genre d'opérations ne nécessite pratiquement pas de capitaux, les versements étant faits « valeur compensée ».

IV

ARBITRAGE D'OR

1^{er} Exemple : Arbitrage entre Paris et Londres

Achat d'or à Paris. Vente à Londres. Le 7 novembre 1933

Nous pouvons acheter à la Banque de France l'or à 16.963,528 Frs le kg.

Nous voulons donc vendre à Londres d'abord à un prix suffisamment haut pour laisser une marge de 2 pour 1000 net.

Lorsque l'on connaîtra le montant vendu, il faudra acheter l'équivalent en Francs pour le jour suivant.

Difficulté : C'est une opération liée à Londres : il faut vendre l'or et couvrir le change aussitôt à un taux fixé : car si on attend, et que la £ baisse, on perd sur le change (= il ne faut pas attendre le résultat de l'adjudication pour couvrir le change).

Décompte :

Achat de 25 barres d'or à Paris :	
Poids 300 kg coût.	Frs : 5.089.058,40
Assurance $\frac{1}{4}$ ‰ coût.	» : 1.272,30
Fret par aéroplane $\frac{3}{4}$ ‰	» : 3.816,80

Dépenses diverses (Transport à Paris,
emballage, main-d'œuvre) » : 250, »

Vente à Londres :

300 kg. équivalent à onces (1) 9645,2169
à 130/6 = £ : 62.935/9

1 once = 31 gr. 1035

I

1 gr. = $\frac{\quad}{31,1035}$

300.000

et 300 kg. ou 300.000 grs = $\frac{\quad}{31,1035}$

31,1035

plus courtage 1/4 ‰	£ : 15 14/8	= £ :
+ Essayage 3/8 d par once	£ : 15 1/5	30 16/1

£ : 62.904 4/8

Si vous pouvez acheter les francs à 81,15, vous achete-
riez pour ce montant de £ : Frs : 5.104.678,50 laissant un
profit de Frs : 10.281.

Pour mémoire : 1 1/2 d par once d'or représente une
différence d'à peu près 7 3/4 centimes sur le taux de la £ à
Paris (à la quotation actuelle).

(1) Une once équivaut à 31 grammes 1035.

Barême brut

Cours de l'Or à Londres × Schillings par Once	Parité brute de la £ contre francs	128/1	1/2	— 82.361	131/10	1/2	— 80.018
		128/3		— 82.281	132/		— 79.943
		128/4	1/2	— 82.200	132/1	1/2	— 79.867
		128/6		— 82.120	132/4		— 79.792
		128/7	1/2	— 82.040	132/4	1/2	— 79.716
125/	— 84.420	128/9		— 81.961	132/6		— 79.641
125/1	1/2 — 84.335	128/10	1/2	— 81.881	132/7	1/2	— 79.566
125/3	— 84.251	129/		— 81.802	132/9		— 79.491
125/4	1/2 — 84.167	129/1	1/2	— 81.723	132/10	1/2	— 79.416
125/6	— 84.083	129/3		— 81.644	133/		— 79.342
125/7	1/2 — 84.	129/4	1/2	— 81.565	133/1	1/2	— 79.267
125/9	— 83.916	129/6		— 81.486	133/3		— 79.193
125/10	1/2 — 83.833	129/7	1/2	— 81.407	133/4	1/2	— 79.119
126/	— 83.75	129/9		— 81.329	133/6		— 79.044
126/1	1/2 — 83.667	129/10	1/2	— 81.251	133/7	1/2	— 78.971
126/3	— 83.584	130/		— 81.173	133/9		— 78.897
126/4	1/2 — 83.501	130/1	1/2	— 81.095	133/10	1/2	— 78.823
126/6	— 83.584	130/3		— 81.017	134/		— 78.750
126/7	1/2 — 83.336	130/4	1/2	— 80.939	134/1	1/2	— 78.676
126/9	— 83.254	130/6		— 80.862	134/3		— 78.603
126/10	1/2 — 83.172	130/7	1/2	— 80.784	134/4	1/2	— 78.530
127/	— 83.090	130/9		— 80.707	134/6		— 78.457
127/1	1/2 — 83.008	130/10	1/2	— 80.630	134/7	1/2	— 78.384
127/3	— 82.927	131/		— 80.553	134/9		— 78.311
127/4	1/2 — 82.845	131/1	1/2	— 80.476	134/10	1/2	— 78.239
127/6	— 82.764	131/3		— 80.400	135/		— 78.166
127/7	1/2 — 82.683	131/4	1/2	— 80.323	135/1	1/2	— 78.094
127/9	— 82.602	131/6		— 80.247	135/3		— 78.022
127/10	1/2 — 82.522	131/7	1/2	— 80.170			
128/	— 82.441	131/9		— 80.094			

En supposant qu'une once d'or fin vaille 125 shillings à Londres, quelle est la parité de la £ ?

Une once pesant 31 gr. 1035, son prix en francs sera au cours de 16 fr. 963528 (prix auquel la Banque de France donne de l'or) de Frs : 527.625.

Si 527 fr. 625 représentent 125 shillings (soit £ 6

$$\frac{527,625}{25/100}$$
, c'est que 1 £ = $\frac{527,625}{6,25}$ soit Frs 84.42.

2° Exemple : Arbitrage entre Paris et New-York

Lorsque nous vendons ou que nous achetons à New-York de l'or fin, à raison de \$ 35 l'once, cela équivaut à

$$35 \times 1000$$

$$\frac{\quad}{31,1035} = \$ 1125,275 \text{ le kilog.}$$

$$31,1035$$

La Banque de France vendant l'or fin à raison de Frs : 16.963,52 le kg., le cours du dollar ressort à :

$$16.963,52$$

$$\frac{\quad}{1125,275} = 15.075 + \text{les frais d'environ } 10 \text{ à } 11 \text{ cm.}$$

$$1125,275$$

La Banque de France achetant l'or fin à raison de Frs : 16.919,084 le kg., le cours du dollar ressort donc à :

$$16.919,084$$

$$\frac{\quad}{1125,275} = 15,035$$

$$1125,275$$

Si l'on achète donc l'or à New-York, il faut que l'on achète des dollars pour le payer à un cours inférieur à 15,03 moins les frais = environ 14,93.

Si on vend de l'or à New-York, il faut vendre les dollars à Paris (produit de la vente de cet or un prix supérieur à 15,07 plus les frais : soit 15,17 environ).

Les frais se décomposent comme suit :

Frêt Le Havre	Route	3,46	‰
	Fer	3,90	‰
Boulogne	Route	3,53	‰
	Fer	3,95	‰
Cherbourg	Route	3,72	‰
	Fer	4,14	‰
Assurance :	environ 0 fr. 50	‰	
Commissions :	à la Fédéral Réserve $\frac{1}{4}$ %		
	aux Banques américaines $\frac{1}{4}$ ‰		
D'où : Port		0,052	
Assurance		0,0075	
Commission Féd. Réserve		0,0375	
Commission Banques Am.		0,00375	
Frs : 0,10075			
par dollar			

ARBITRAGE DE TAUX D'INTÉRÊTS

Ces opérations constituent de vrais arbitrages et non des spéculations, lorsque le change à terme est couvert. Le risque est alors, comme dans toute opération, celui de la non-exécution du contrat par l'une des parties avec laquelle on a traité.

Elles résultent des différences de taux que l'on peut obtenir pour une période déterminée dans divers pays, et dont les raisons, surtout depuis l'après-guerre, sont multiples, le facteur « confiance » étant prédominant.

Supposons que l'on puisse prêter à Paris pour 3 mois moyennant un taux de 3 %, et qu'on puisse emprunter à Londres, pour une même durée, à 1 ½ %.

Il est bien évident qu'il faudra faire un transfert de capitaux de Londres à Paris, pour profiter du taux avantageux pratiqué sur cette dernière place.

Donc, première opération : achat de Francs contre £.

Mais, au bout des 3 mois, au moment de la liquidation de l'affaire, le cours du franc contre £ pourra avoir changé, soit dans un sens, soit dans l'autre. Pour éviter ces fluctuations, il sera nécessaire, dès la conclusion de l'affaire, d'as-

surer la vente des francs « à terme », c'est-à-dire, dans le cas présent, à 3 mois d'échéance. Suivant les circonstances, cette vente s'effectuera, soit au pair, soit avec un report, soit avec un déport.

Si l'on peut vendre ces francs à terme au même prix qu'on les a achetés au comptant, le bénéfice net de l'opération représentera $1\frac{1}{2}\%$ par an (pour 1 million : 3.750 Frs pour 3 mois).

Si l'on encaisse un report, c'est-à-dire si l'on achète les francs c. 75 par £ et que l'on puisse les vendre à c. 74,95, l'opération est plus avantageuse, en ce sens que le prix d'achat de un million de francs (à c. 75) sera de £ : 13.333 $\frac{6}{8}$, alors que le prix de vente (à 74,95), sera de £: 13.342 $\frac{6}{8}$.

On gagne alors 3.750 Frs + £ : 8 18/ = environ Frs : 4.417,50.

Si l'on doit payer un déport, le bénéfice se trouve réduit : en supposant un achat au comptant de 1 million de francs à 75 (soit £ : 13.333 $\frac{6}{8}$) et une vente du même montant c. 75,10 (soit £ : 13.315 $\frac{11}{7}$), la perte sur change est £ 17 $\frac{15}{1}$, soit Frs : 1.331,50.

Le bénéfice net est ainsi de 3750 (différence d'intérêts entre $1\frac{1}{2}\%$ et 3 %), moins 1331,50 (perte de change) = Frs : 2.418,50.

Bien entendu, la même opération peut se combiner à Paris par une vente de £ au comptant et un rachat de £ à

terme. Il appartient à l'arbitragiste d'opérer dans le pays où l'opération se présente plus avantageusement.

Il est à remarquer que, à certaines périodes de grosses variations de change, l'arbitragiste peut se contenter d'une différence de report ou de déport sur les changes, même s'il ne peut obtenir un meilleur taux de placement que celui auquel il a emprunté. Il pourrait même perdre les intérêts, c'est-à-dire emprunter à un taux supérieur à celui de son prêt, si les reports ou déports étaient très importants, comme cela se présente dans l'opération suivante :

On peut emprunter à 5 % à Bruxelles et prêter à 3 % à Paris, pour 3 mois, et le Belga vaut 5 points de déport pour 3 mois :

On vendra 300.000 Belgas à 3,54, rece-
vant ainsi Frs : 1.062.000

On rachètera, valeur 3 mois, 300.000
Belgas c. 3,49 coûtants Frs : 1.047.000

Bénéfice : Frs : 15.000

Perte à Bruxelles 3 mois à 5 % sur 300.000 Belgas
= 3.750 Belgas, soit Frs : 13.275

Bénéfice à Paris : 3 mois à 3 % sur 1.062.000
= Frs : 7.965

Perte : Frs : 5.310

Le bénéfice net serait ainsi de :

15.000 — 5.310 = 9.690 Frs

Il faut toutefois remarquer que ces affaires, bien que laissant une marge bénéficiaire appréciable, ne sont pas toujours faites par les banquiers avec beaucoup d'empressement.

En effet, leur résultat est de mettre à la disposition des vendeurs à découvert les devises dont ils ont besoin, et il est parfois recommandé d'éviter les ouvertures de crédit aux étrangers, sous quelque forme que ce soit. Les règlements, parfois, l'interdisent même totalement : cela était le cas en France pendant que la loi sur l'exportation des capitaux était en vigueur.

Pendant des années, les changes étrangers « à Terme » ont fait une très grosse prime sur le cours du comptant. Cependant les banquiers français, soucieux de leur standing et des règlements, s'abstenaient de prêter des francs aux maisons étrangères, évitant ainsi, dans une certaine mesure, la spéculation à la baisse sur le franc.

Nous venons d'exposer l'arbitrage s'exerçant dans des conditions normales, c'est-à-dire quand les opérations de change et de titres sont libres.

Mais il est des circonstances dans lesquelles des règlements restrictifs interviennent pour éviter toute exportation de capitaux : ce fut le cas en France de 1918 à 1928.

Toute vente de titres en France pour racheter à l'étranger était interdit parce qu'il fallait pour régler l'opération

acheter des devises étrangères, ce qui aurait eu pour résultat de déprécier notre monnaie nationale. Mais cette opération sur les titres était permise quand il n'y avait pas besoin de faire par contre une opération de change ; les arbitragistes pour arriver à ce but faisaient la combinaison suivante : ils commençaient par acheter à Paris vendant à l'étranger certains titres avec une petite perte, ce qui leur procurait un avoir à l'étranger ; les arbitragistes se servaient de cet avoir pour acheter à l'étranger certains autres titres qui, vendus à Paris, laissaient un bénéfice plus grand ; il n'y avait donc pas dans l'ensemble de ces opérations de mouvement de change. Il y avait, en somme, échange d'un titre contre un autre sur chaque place, donc compensation de valeur, et il n'y avait ni remise, ni tirage à faire, sauf une infime différence qui constituait le bénéfice.

Pour fixer les idées, nous donnons ci-dessous un exemple de l'année 1925 :

Les cours de la place de Londres étant les suivants .
Rio Tinto £ 42 ; Shell Transport au porteur £ 4 7/8 ; ceux de Paris : Rio Tinto Frs : 5450 ; Shell Transport 650.

L'arbitragiste pouvait vendre à Londres 100 Actions Rio Tinto où il encaissait £ 4.200. Il pouvait en contrepartie acheter 850 actions Shell Transport coûtant £ 4.143 15.

Les 100 Rio Tinto lui avaient coûté Frs : 545.000 tandis que les 850 Shell produisaient à Paris Frs : 552.500. Le solde de l'opération était de £ 56 5/, soit environ 6.000 fr. plus Frs : 7.500 à Paris, soit un bénéfice brut de frs : 13.500

(A déduire bien entendu timbre français, courtages Paris et Londres, Impôts de Bourse, port et assurances).

Il n'était pas nécessaire que l'échange à l'étranger se fit sur la même place. On pouvait parfaitement bien vendre des titres à Bruxelles, vendre le change belge et acheter la contrevaletur à Londres, en achetant des £ ; ceci ne constitue pas une exportation de capitaux, puisqu'on fournit à la place de Paris autant de devises sur l'Etranger qu'on lui en a pris.

Nous devons dire qu'avant 1922 une telle opération n'était même pas permise par les règlements ; cet échange de titres à l'étranger était rendu impossible par la prohibition de faire entrer les titres étrangers en France, ce qui empêchait de liquider une des opérations.

Voici les divers règlements qui régissaient la question :

1^o *Loi du 3 avril 1918* réglementant l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières.

Cette loi interdit, sauf autorisation écrite du Ministre des Finances :

« d'expédier hors de France, en vue de leur réalisation, par l'entremise d'une personne résidant hors de France, des titres dont la contrevaletur ne ferait pas l'objet d'une remise en francs, ou donnerait lieu à un crédit en monnaie étrangère dont l'emploi ne serait pas conforme aux dispositions de la présente loi. »

D'autre part, cette même loi interdit « l'importation en France de tous titres (actions, obligations ou bons) et

en général de toutes valeurs représentant directement ou indirectement, une part de propriété ou de créance.

Aux termes de cette loi, l'arbitrage titres n'était donc possible que dans un sens, celui de la vente à l'étranger, et rapatriement des fonds. Il a été réalisable, jusque vers 1922, car de nombreuses ventes de titres étrangers se sont produites pendant et après la guerre par des porteurs heureux de se débarrasser avec prime sur le pair, de leurs fonds d'Etat étrangers, principalement.

Cette prime était alors considérée anormale, due à des circonstances exceptionnelles, et semblait être appelée à disparaître ; l'intangibilité du franc n'était pas discutée.

Ce n'est qu'après une dépréciation prononcée du franc que la mentalité a changé, et qu'alors au lieu de se débarrasser des valeurs « à change » le public français les a, au contraire, beaucoup recherchées.

2°) loi du 31 mars 1922, et circulaire du 16 mai 1922 relative à l'application de ladite loi :

« Paragraphe 2. — Utilisation du produit de la réalisation de titres à l'étranger à l'achat à l'étranger d'autres titres.

« Les titres transmis à l'étranger pour vente ou remboursement par des personnes résidant en France devaient, aux termes de la loi du 3 avril 1918, faire l'objet d'une remise en France de francs français. La loi du 31 mars 1922, qui vise également les personnes résidant en France, apporte à la loi du 3 avril 1918 une double modification :

« a) Désormais, le produit de la vente ou du remboursement de titres à l'étranger pourra faire l'objet d'une remise en France, soit de francs, soit de devises étrangères.

« b) Les titres vendus ou remboursés pourront être arbitrés, même sur des places différentes, dans la limite du produit de leur réalisation, contre d'autres titres. Ces titres, de même que le produit non remployé des titres vendus ou remboursés, devront rentrer en France, dans un délai de trois mois. »

La loi n'a prévu aucune exception quant « aux titres qui peuvent faire l'objet d'arbitrages ; mais ces opérations restent naturellement soumises, tant en ce qui concerne les titres à exporter pour vente qu'en ce qui concerne les titres à introduire en France, aux règlements et lois en vigueur qui s'opposent, soit à la sortie de France, soit à l'entrée ou à la vente en France de certaines catégories de titres, notamment, aux arrêtés des 3 juillet 1918 et 6 août 1921 interdisant l'exportation des actions de sociétés russes et ottomanes et aux dispositions des articles 260 et du paragraphe 10 de l'annexe à la section IV de la partie X du Traité de Versailles.

« La double opération d'envoi des titres à l'étranger et d'introduction en France des titres achetés en contrepartie ainsi que de la soultte en francs ou devises étrangères, de l'opération d'arbitrage doit être effectuée, quel qu'en soit le montant, par l'intermédiaire d'une banque

tenant le répertoire des opérations de change qui en demeure responsable. »

A partir de cette date, devenaient donc permises les opérations « par contre » dont il a été parlé plus haut (achat à Paris et vente à l'étranger de titres, emploi du produit de la vente à l'étranger à l'achat d'autres valeurs importées et vendues en France dans le délai de 3 mois).

La liberté complète des opérations d'arbitrages a été rendue par le décret du 10 janvier 1928 suspendant l'application des dispositions des lois des 3 avril 1918 et 31 mars 1922.

Pareille chose vient de se produire en Belgique : (*Le Temps* 28/3/35) *Réglementation des opérations d'arbitrages* :

L'office central des changes a adressé à la Commission de la Bourse, l'avis suivant : « les agents de change désireux de s'occuper d'arbitrages en fonds publics doivent, au préalable, obtenir une licence à délivrer par l'Office central des changes, et déposer un cautionnement en espèces de 100.000 francs. Les opérations d'arbitrages ne pourront, en aucun cas, donner lieu à un achat de devises. Les arbitragistes autorisés peuvent vendre des titres à l'étranger et utiliser dans les 48 heures le produit de ces réalisations pour l'achat d'autres titres, la vente et l'achat pouvant s'effectuer sur

(1) « Dans les huit jours », à partir du 3 avril 1935.

des places différentes. » « Toutefois le produit de la réalisation des valeurs cotées en Belgique ne pourra être réemployé qu'en valeurs également inscrites à la cote d'une Bourse Belge. »

Toute partie du produit de la vente de titres à l'étranger, non utilisée dans les 48 heures (1) à l'achat d'autres valeurs, comme spécifié ci-dessus, devra être cédée immédiatement contre francs belges, soit à la Banque Nationale de Belgique, soit à l'office Central des Changes, soit à une Banque autorisée par cet organisme à faire le commerce des devises étrangères. Les titres achetés à l'étranger devront être remis en Belgique dans un délai de trois mois à compter du premier mois pendant lequel l'achat a eu lieu, à moins qu'ils n'aient été revendus à l'étranger dans le même délai. Les arbitragistes seront astreints à tenir un répertoire spécial et à aviser journellement l'Office central des changes, suivant des modalités à fixer des opérations qu'ils auront faites sous le couvert de leur licence. »

(1) « Dans les huit jours », à partir du 3 avril 1935.

CONCLUSION

L'arbitrage n'est pas, comme on le croit trop souvent, une spéculation. C'est une opération simultanée : l'élément temps faisant défaut, on ne peut parler de spéculation.

Ses effets sont, au surplus, éminemment bienfaisants : l'arbitrage nécessite, provoque et entretient une grande interdépendance des marchés et crée, d'une place à l'autre, des grands courants qui, loin de nuire à leur développement, évitent que des vagues d'optimisme et surtout de pessimisme irraisonnées n'entraînent des excès en hausse ou en baisse.

Il contribue à améliorer la situation économique générale, car, dans chaque pays, les impôts de Bourse, perçus à son occasion entrent en recette dans le Budget, ainsi que les taxes téléphoniques ou télégraphiques.

L'arbitrage est donc un régulateur efficace, évitant les à-coups brusques et injustifiés et il crée ainsi, par une solidarité entre les places, *une sorte de marché international des valeurs.*

Vu : le Doyen,

E. ALLIX.

Vu : le Président de Thèse,

R. PICARD.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

S. CHARLETY.

TABLE DES MATIÈRES

DEFINITION DE L'ARBITRAGE.....	5
ARBITRAGE EN VALEURS.....	19
A. — <i>Paris-Londres</i>	33
Bourse de Paris.....	33
Tarif du droit de courtage.....	33
Tarif du droit de timbre.....	34
Taxes fiscales sur les valeurs mobilières.....	35
Syndicat général des banquiers en valeurs.....	37
Tarif de courtages.....	37
Tarif des Courtages à Londres.....	38
B. — <i>Opérations entre New-York et Paris</i>	52
C. — <i>Opérations entre Paris et le Caire</i>	56
Bruxelles - Paris	58
Arbitrage en change.....	61
Causes de possibilité de l'arbitrage.....	65
Coter le certain et l'incertain.....	67
ARBITRAGE D'OR	81
ARBITRAGE DE TAUX D'INTERETS.....	87
CONCLUSION	97

